21世纪全国高等院校财经管理系列实用规划教材



证券投资学

齐杏发　编著



说　明

本书电子版仅提供给高校任课教师使用，如有任课教师需要本书课件或其他相关教学资料，请联系北京大学出版社客服，微信手机同号：15600139606，扫下面二维码可直接联系。

由于教材版权所限，仅限任课教师索取，谢谢！



内 容 简 介

本书从证券投资的实际需要出发，紧密结合中国资本市场的实际状况，注重基础性与可读性，既介绍了证券市场的基础知识，又讲解了中国证券市场投资的实际操作，零起点讲授如何进行证券投资。本书的主要内容包括证券市场总体状况、股票基础知识、股票的选择、资产重组、股价操纵、基金基础知识、股指期货、期权、可转换债券和证券投资风险管理。

本书既可作为高等院校经济管理类专业相关课程的教材，也可作为普通投资者的投资入门图书和相关领域从业人员的参考用书。

图书在版编目(CIP)数据

证券投资学/齐杏发编著. —北京： 北京大学出版社，2020. 1
21世纪全国高等院校财经管理系列实用规划教材
ISBN 978-7-301-30164-7

Ⅰ. ①证…　Ⅱ. ①齐…　Ⅲ. ①证券投资—高等学校—教材　Ⅳ. ①F830. 91

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第293398号

书　　名　证券投资学
ZHENGQUAN TOUZIXUE
著作责任者　齐杏发　编著
策 划 编 辑　刘国明
责 任 编 辑　黄红珍
标 准 书 号　ISBN 978-7-301-30164-7
出 版 发 行　北京大学出版社
地　　址　北京市海淀区成府路205号　100871
网　　址　http://www.pup.cn　新浪微博：@北京大学出版社
电 子 信 箱　pup_6@163.com
电　　话　邮购部 010-62752015　发行部 010-62750672　编辑部 010-62750667
印 刷 者
经 销 者　新华书店
787毫米×1092毫米　16开本　14.5印张　344千字
2020年1月第1版　2020年1月第1次印刷
定　　价　38.00元

前　　言

证券投资学是很多高校经济管理类专业的必修课程。虽然市面上该课程的教材琳琅满目，但编者在使用过程中发现，很多教材内容未能贴近中国股市（本书所指均为中国内地股市）的实际状况，而且相对本科层次而言，存在一些比较难懂的内容。

中国股市与国外股市相比，整体上一直存在不同程度的泡沫。这一特点决定了中国股市的操作方法和国外有很大的不同。例如，在大多数时间里，资产重组是中国股市投资的主要逻辑，而成熟市场更加注重企业成长性；中国股市绝大多数可转换债券最终都转成了股票，而国外股市大多数可转换债券最终像普通债券一样回售结束。此外，在中国证券市场，散户处在非常不利的地位。这些都是中国资本市场特有的现象。因此，编写一本紧密结合中国股市实际的教材非常迫切。

本书有两大特色：一是高度结合中国资本市场的实际特点，注重实战应用；二是零起点讲解，即使非经济类专业的学生也可以读懂、掌握。

本书总体编写框架如下。

第一章介绍中国证券市场的总体状况，使读者能够总览全局。

第二至五章主要介绍股票，从最基础的股票开户和交易讲到如何选择股票，重点介绍中国特色的资产重组和财务报表的识读等内容，使读者能够近距离了解中国股市和股票特点。

第六至八章介绍基金，包括基础知识，以及中国目前交易量最大的基金——分级基金，另外还介绍了如何通过基金套利。

第九至十一章介绍股指期货、期权和可转换债券，包括股指期货的作用和投资方法、期权的实际操作和可转换债券的投资技巧。

第十二、十三章介绍技术分析和量化投资的基础知识。

第十四章介绍证券投资风险控制。

本书基于编者多年授课内容编写而成。在编写过程中，编者邀请了华东师范大学的青年才俊合作完成，他们是（以分工的章节为序）吴魏阳、祝雨荷、潘昊、范文韬、孙瑞卓、李响、张晨麟、卢未珂、包亚杰、刘晶颖、徐佳炜、盛亦青、施宸、李劲恒；冯源协助整理文稿，在此对他们表示感谢！

本书成稿于2018年6月，书中部分数据为当时最新情况。

由于编者水平有限，书中不当之处在所难免，欢迎读者批评指正。编者邮箱为16688@126.com。

本书配有相关的教学课件和定期更新的模拟题，任课教师可以直接向编者索取。

编　者

2018年12月

目录

第一章　中国证券市场概述

学习目标

1. 了解我国三大证券交易场所。
2. 理解我国证券市场的主要交易对象。
3. 理解我国证券市场的参与主体。

内容预览

中国主要有三大证券交易场所，分别为上海证券交易所、深圳证券交易所和全国中小企业股份转让系统（National Equities Exchange and Quotations，NEEQ）。通过本章的学习，了解各个交易所的特点和相互之间的联系，理解中国证券市场的主要交易对象和参与主体。

从成交量上看，中国证券市场是全球成交量最大的证券市场；从结构上看，中国证券市场中投资者以散户居多，而且中小投资者贡献了绝大多数的成交量；从品种上看，中国证券市场已经形成了较完备的股票、基金、债券、期货、期权体系，市场发展日益成熟，并且在不断壮大。

第一节　三大证券交易场所

在证券市场，不同的投资者与融资者具有不同的规模与主体特征，存在对证券市场金融服务的不同需求。投资者与融资者对投融资金融服务的多样化需求决定了证券市场应该是一个多层次的市场体系。具体来说，我国证券市场从20世纪90年代发展至今，由场内市场和场外市场两部分构成。场内市场的主板（含中小企业板块，简称中小板）、创业板和场外市场的全国中小企业股份转让系统、区域性股权交易市场（俗称四板）等共同组成了我国多层次资本市场体系。

一、证券交易场所的含义

证券交易场所是供已发行的证券进行流通转让的市场。证券交易市场的作用：一是为各种类型的证券提供便利而充分的交易条件；二是为各种交易证券提供公开、公平、充分的价格竞争，以发现合理的交易价格；三是实施公开、公正和及时的信息披露；四是提供安全、便利、迅捷的交易与交易后服务。

二、证券交易场所分类

证券交易场所分为场内交易市场和场外交易市场两大类。

（一）场内交易市场

场内交易市场又称证券交易所市场，是指在固定的交易场所和时间，按一定的规则集中买卖已发行证券而形成的市场。中国证券交易所是依法设立的，不以营利为目的，为证券交易提供场所和设施，组织和监督证券交易，实行自律管理的法人。证券交易所的设立和解散，由国务院决定。证券交易所是证券买卖双方进行公开交易的场所，其本身不持有证券，也不进行证券的买卖，更不能决定证券交易的价格，而是为证券交易提供场所和设施，营造一种公开、公平、公正的市场环境，服务于公平交易价格的形成和证券市场的正常运营。

（二）场外交易市场

场外交易市场是相对于场内交易市场而言的，是指在上海证券交易所、深圳证券交易所、期货交易所和全国中小企业股份转让系统以外开展证券业务的证券交易市场。

三、主板、中小板、创业板的概念

主板市场也称一板市场，指传统意义上的证券市场，是一个国家或地区证券发行、上市及交易的主要场所。主板市场对发行人的营业期限、股本大小、盈利大小、最低市值等方面的要求标准较高，上市企业多为大型成熟企业，具有较大的资本规模及稳定的营收能力。主板市场是资本市场中最重要的组成部分，很大程度上能够反映经济发展状况，有“国民经济晴雨表”之称。

2004 年 5 月，经国务院批准，中国证券监督管理委员会（简称中国证监会）批复同意深圳证券交易所在主板市场内设立中小板。设立中小板的宗旨是为主业突出、具有成长性和科技含量的中小企业直接提供融资平台，板块内股票流动性好，交易活跃，同时也是创业板的一种过渡。

创业板又称二板市场，即第二股票交易市场，是与主板市场不同的一类证券市场，专为暂时无法在主板上市的创业型企业、具有高成长性的中小企业和高科技产业企业等需要进行融资和发展的企业提供融资途径，具有前瞻性、高风险、监管要求严格及明显的高科技产业导向的特点，是对主板市场的重要补充，在资本市场占据重要的位置。

四、证券交易所

证券交易所是提供证券集中竞价交易场所的机构。证券交易所的组织形式大致可以分为两类，即公司制和会员制。目前，中国内地有两家证券交易所，即上海证券交易所和深圳证券交易所。两家证券交易所均按会员制方式组成，是非营利性的事业法人。会员制的证券交易所是由会员自愿组成的、不以营利为目的的社会法人团体。证券交易所设会员大

会、理事会和监察委员会。

上海证券交易所和深圳证券交易所（简称沪深证券交易所）中的主板、中小板是我国证券市场的主板市场。沪深证券交易所主板市场在组织体系、上市标准、交易方式和监管结构等方面几乎完全一致。上海证券交易所位于上海浦东新区，成立于1990年11月26日，同年12月19日开始正式营业。深圳证券交易所成立于1990年12月1日，并于1991年7月3日开始正式营业，其雏形是深圳特区设立的证券市场（1988年万科、深发展等5只股票在特区证券市场上市交易，俗称老五股）。1990年12月，国家开始整改证券市场，最后在众多证券市场中保留上海、深圳两地的证券市场。沪深证券交易所相继开业，标志着我国证券市场正式形成。中国证监会直接管理沪深证券交易所。

1992年10月以后，随着国务院证券委员会和中国证监会的成立，股票发行在全国范围内展开，证券交易所上市的品种不断增加，规模不断扩大。至1996年底，多家海外证券商代表进入上海证券交易所，开启了境外证券商进入中国证券市场的大门。2004年5月，中小板正式启动。2006年1月，中关村科技园区非上市公司股份报价转让开始试点。经国务院同意，中国证监会批准，我国创业板市场于2009年10月23日在深圳证券交易所正式启动。2010年，融资融券业务和股指期货正式启动，推动了我国资本市场体系的完善。

五、全国中小企业股份转让系统

全国中小企业股份转让系统主要由两部分构成，即新三板与老三板。“新三板”一词的由来与“老三板”直接相关。早期的中国证券市场比较混乱，除了上海和深圳两地政府建立了沪深证券交易所外，各地还有很多柜台股票交易市场，在众多交易市场中，包括STAQ系统（自动报价系统）和NET系统（由交易系统、清算交割系统、证券商业务系统三个子系统组成）两个主要交易法人股的市场。1998年亚洲金融风暴期间，为了控制金融风险，国家开始清理、整顿和关闭地方交易场所，只保留了STAQ系统和NET系统。2001年6月12日，经中国证监会批准，中国证券业协会发布了《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》，标志着代办股份转让系统的正式启动，原STAQ系统和NET系统股票转入深圳证券交易所代办交易。中国证监会为了解决沪深证券交易所退市公司股票转让问题，于2002年将主板退市的公司纳入代办股份转让系统交易。这时的代办股份转让系统就是我们俗称的“老三板”。

2004年前后，国家科学技术部（简称科技部）为了解决科技型中小企业融资、股权交易等问题，向有关方面提出要在当时的技术产权交易所进行科技型企业股权交易试点，然而未获批准。一直到2005年年底，在科技部的多次争取下，中关村科技园区的科技型企业终于可以在代办股份转让系统挂牌交易。2006年1月，中国证券业协会下发《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让试点办法》。从这时开始，原来的代办股份转让系统注入了优质、有活力的科技型企业。为了将这些新挂牌企业的股票与以前的老三板股票相区别，人们称之为新三板股票。至此，能在代办股份转让系统交易的股票品种包括三部分：历史遗留的法人股、退市股、中关村科技园区符合条件的科技型企业股票，前两者属于老三板，后者属于新三板。

2013年1月16日，中国证监会在北京举行了全国中小企业股份转让系统揭牌仪式，非上市公司股份转让的小范围、区域性试点开始逐渐面向全国正式运行，而代办股份转让系统的功能也由全国中小企业股份转让系统整体性承接。2013年12月，国务院发布《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》。决定指出：全国中小企业股份转让系统是经国务院批准，依据证券法设立的全国性证券交易场所，主要为创新型、创业型、成长型中小微企业发展服务。这个决定确立了全国中小企业股份转让系统作为全国性证券交易场所的法律地位。

新三板和老三板的区别主要有以下三点。

（1）范围的差异。老三板股票包括两部分，历史遗留问题公司股票，主要指从STAQ系统、NET系统法人股市场转过来的股票，以及因为连年亏损、走投无路而被迫从沪深证券交易所退市的企业股票。老三板的股票代码一般以400开头，但B股退市的股票代码以420开头（退市B股统一用美元作交易货币）。新三板股票即在全国中小企业股份转让系统中新挂牌的企业股票，新三板的股票代码以43或8开头。

（2）开户资格条件的差异。老三板开户没有资产额度的限制，投资者本人去营业部即可现场开户。新三板开户条件比较严格，投资者主要有两类：一类是企业投资者，要求是注册资本在500万元以上的法人机构或者是实缴资本在500万元以上的合伙企业；另一类是个人投资者，要求前10个交易日日均金融资产达到500万元，同时还需具有两年以上证券投资经验等其他条件。此外，新三板投资者中还包括资产管理计划、契约型基金和信托计划等持股群体。

（3）交易方式的差异。老三板市场以竞价的方式进行集中配对成交，涨跌停的限制为5%，在15:00完成集合竞价成交。盈利且净资产为正的公司，其股票每周交易5天；净资产为负的公司，其股票每周只能交易3天；净资产为负且不能准时公布年报的公司，其股票每周只能交易1天，股票名称结尾的1、3、5分别代表以上股票每周交易的天数。

新三板市场目前的交易方式主要有两种：一种为协议转让，另一种为做市转让。协议转让每日最高涨幅100%，最大跌幅50%；做市转让不设置涨跌幅限制。①协议转让：协议转让主要采用两种委托方式，即定价委托和成交确认委托。定价委托是指投资者委托主办证券公司设定股票价格和数量，但没有确定的交易对手方，交易信息将公开显示于交易行情中。成交确认委托是指买卖双方达成成交协议，或投资者拟与定价委托成交，委托主办券商向指定对手方发出确认成交的指令，成交确认委托指令下达后，一般立即成交。②做市转让：根据《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》的有关规定，在新三板正常转让日内，做市商必须连续报出其做市证券的买价和卖价，若投资者的限价申报满足成交条件，则新三板做市商在其报价数量范围内，有按其报价履行与投资者成交的义务。也就是说，投资者需要买卖股票时，买卖双方不直接成交，而是通过新三板做市商作为对手方，只要在报价区间就有成交义务。做市商实际上类似于中间商，以各种方式获得库存股后获得做市资格，然后当投资者需要买卖股票时，做市商可以卖给投资者，当投资者需要卖出股票时，做市商可以买入。在买卖的过程中，做市商也可以赚取差价。同一家公司必须最少有两家做市商才能申请采取做市转让的方式交易。需要说明的是，在做市交易模式中，投资者在行情软件中只能看到做市商的委买单和委卖单，而做市商可以看到所有的委托单，包括做市商的委托单和投资者的委托单。

第二节　证券市场的交易对象

一、证券市场上交易的品种

中国企业大多选择在中国内地、中国香港或美国上市。因上市地不同，股票品种、名称不同，常见品种有A股、B股、H股。

（一）A股

A股是由中国境内的公司发行并在沪深证券交易所交易的股票，正式名称是人民币普通股票，以人民币认购和交易。A股不是实物股票，以无纸化电子记账，实行“T＋1”交割制度，有涨跌幅（一般为10%）限制，参与投资者为境外合格投资者与中国内地机构或个人。

（二）B股

B股是以人民币标明面值，以外币认购和买卖，在中国境内（上海、深圳）证券交易所上市交易的外资股，其正式名称是人民币特种股票。B股公司的注册地和上市地都在境内。2001年2月19日前B投的投资者限定为境外人士，之后，开放境内个人居民投资B股，但国内机构不能购买B股。

（三）H股

H股公司的注册地在内地，上市地在香港。因为香港的英文是Hong Kong，取其字首，得名H股。

二、中国A股市场的特点

（一）高估值长期存在

对于一家企业而言，选择在哪里上市是企业市值管理的问题。如果企业要选择上市的交易所，在可能的选项中，一定会选择能够给自己更高估值的市场。和其他交易市场相比，A股市场是一个非常有利于融资的市场。A股市场有一个相对高的市盈率。中国资本市场的市盈率可达40～80倍，而美国资本市场的市盈率只有8～10倍。由于中国资本市场不完善，大量优秀企业在中国内地无法登陆资本市场，只得纷纷到美国、中国香港等上市，如阿里巴巴、腾讯、万达、京东等。这些优秀企业不在中国内地上市，其原因是内地上市对申报上市企业有财务盈利指标，而美国、中国香港等更看重的是企业未来的盈利能力，而不是企业当前是否盈利；当然还有其他方面的原因。

同样的公司，在A股市场可能会有更高的估值，能够融到更多的资金。另外，A股市场对于企业的监管也是相对宽松的。正因为如此，很多企业想在中国A股市场上市，但是上市非常难。

（二）国家掌握着大量蓝筹股

A股市场除了具有高估值长期存在这一特点，还具有另一特点，即国家掌握着大量的蓝筹股。稳定的现金股利政策对公司现金流管理有较高的要求，通常将那些经营业绩较好，具有稳定且较高的现金股利支付的公司股票称为蓝筹股。蓝筹股多指长期稳定增长的、大型的传统工业股及金融股。“蓝筹”一词源于西方赌场，赌场有三种颜色的筹码，其中蓝色筹码最值钱。截至2017年5月29日，中国A股总市值约51.35万亿元，超过1万亿元市值的股票有5家，分别是中国工商银行、中国建设银行、中国石油、中国农业银行、中国银行（中国工商银行更是达到了1.81万亿元的水平），其十大股东合计持股均在90%以上，这些股东以中资为主导力量，有财政部、中央汇金投资有限责任公司、中国证券金融股份有限公司、国家外汇管理局子公司、产业资本、社会保障基金理事会和各大保险公司等。这些蓝筹股普遍市盈率较低，而且国家掌握着大量的蓝筹股，可以平抑股市的波动性，提高政府针对证券市场的宏观调控能力，促进中国股市健康稳定发展。

（三）中国A股市场是散户市场

A股市场是一个高估值的造富平台，人人都想从中发家致富，所以A股市场最大的特点就是散户占比高。散户占比高，使得市场换手率高，股价波动大，投机氛围浓厚。因为A股市场还是一个不成熟的市场，市场容量小导致人为操纵的力量很大，而散户投资者具有定价权，可偏偏他们整体上投资认识水平很低，导致市场反应很容易过激，体现在股价上就是波动非常大。A股市场当天买的股票最早第二个交易日才能卖（T+1交易制度），同时涨跌停板的交易规则也是一种“有趣的”心理，利用人对未知的贪婪和恐惧，加上散户投机的心理特点——渴望在短时间内财富增长，大量散户高抛低吸，换手率极高。经验表明，成熟的、理性的股市换手率在0.3左右。如果换手率大大超过这一比率，意味着股市中非理性成分占上风，投机气氛较浓。高的换手率意味着高的成交量，中国散户贡献了市场上80%的交易量，粗算下来是机构操作频率的5倍。A股市场的每只股票基本上都有很活跃的交易，这给A股市场带来了活力，也给投资者带来了大量的机会。可是中国股市牛短熊长，波动大，一牛市就出现大量热钱涌入，全民炒股的现象，大部分散户无法驾驭。所以散户这种高频交易加上追涨杀跌使得他们的账户亏损累累。

三、B股市场的特点

A股市场存在很多的机会，那B股市场是否也是这样吗？

B股市场的历史，可能很多刚入市的投资者对其比较陌生。其实B股市场的设立是为了吸引外资以外汇来投资中国证券市场。B股市场在1992年建立；1993年6月，闽灿坤成为深圳第一家异地B股上市公司；1994年12月，华新B股成为上海第一家异地B股上市公司，由此B股市场开始由地方性市场向全国性市场发展。B股市场的发展时间比A股市场短，整个市场的容量也小很多（因为A股市场是整个股票市场的主体）。A股市场和B股市场是存在显著差异的。股价最能体现参与者活跃程度，很多公司同时在A股市场和B股市场上市，几乎所有在A股市场上市的企业的股价都要远远高于其B股市场股价。

同样是股票，为什么差距如此大？A 股市场和 B 股市场股价差距过大，主要是两个市场的流动性导致的。个人投资者一年最多可以去银行兑换 5 万美元的外汇，所以相对 A 股市场 B 股市场参与度低，量价齐跌，市盈率也低，这样企业也不会选择在 B 股市场上市。现在 B 股市场的存在已经违背了当时的初衷：一是中国出口规模扩大，不再需要 B 股筹资外汇；二是境外投资放开，投资者可以通过 QFII（合格境外机构投资者）、RQFII（人民币合格境外机构投资者）、深港通、沪港通等渠道投资 A 股，而 H 股的开通，使得 B 股更加鸡肋；三是 B 股市场自身存在的问题，如无法再融资、交易清淡、估值偏低、有汇率风险等。所以 B 股市场已经被边缘化，逐渐被人们淡忘，没有新股发行，也很少有新资金进入。目前 B 股市场适用的潜在改革方式包括回购部分 B 股注销、回购全部 B 股退市、介绍上市 B 股转 H 股和整体上市 B 股转 A 股等。因此，B 股转板将是一个趋势，也势必通过资本市场进行历史遗留问题的消化。

每一个折价的 B 股转板都会是一块蛋糕。这种套利是快且确定性高的盈利方式，比打新股的收益率要高很多。B 股转板的股票相对典型的有八家。B 股转 A 股的有五家。①东电 B 股，是首家 B 股转 A 股成功的案例。2013 年 12 月，浙能电力发行股份全部用来换股吸收合并东电 B 股，转为浙能电力。②A 股＋B 股的招商地产，2015 年 9 月推出“换股吸收合并＋引入战投＋员工持股”方式整体上市。③新城控股，2015 年 12 月发行股份全部用于吸收合并新城 B 股。④城投控股，2017 年 3 月吸收合并阳晨 B 股并分立上市。⑤南山控股，2018 年 1 月吸收合并深基地 B 股。B 股转 H 股的有三家。①中集 B 股，2012 年 8 月转换上市地，以介绍方式在香港联合交易所主板上市及挂牌交易，是首个 A 股＋B 股转为 A 股＋H 股案例。②丽珠 B 股，2013 年 12 月转换上市地，以介绍上市的方式在香港联合交易所主板上市及挂牌交易。③万科 B 股，2014 年 6 月停牌，申报行使现金选择权，进行现金选择权派发、行权申报、行权清算交收，实现万科 H 股上市。

目前很多投资者看盘时，喜欢关注美股及其他周边股市的运行情况，其实，B 股走向一直是 A 股指数运行的重要风向标。B 股的投资者一般由境外和境内投资者组合而成，投资人员复杂，市场投资者综合素质和投资水平明显高于 A 股投资者，对政策的解读、判断能力及对世界经济环境的评估能力都比较强。

四、港股通

中国内地投资者除了可以投资内地的 A 股和 B 股，还可以投资香港市场的股票。2014 年 11 月上海证券交易所和香港联合交易所推出的沪港通，以及 2016 年 12 月深圳证券交易所和香港联合交易所推出的深港通允许两地投资者通过当地的证券公司（或经纪商）买卖规定范围内的对方交易所上市的股票。这是沪港、深港股票交易市场互联互通机制。以深港通为例，深港通包括深股通和港股通两部分，简单来说，就是让香港投资者购买深市股票，内地投资者购买香港股票。对于投资者来说，投资港股的意义有以下三点。

（一）港股通本质：用人民币自动换汇购买港股

从资产配置方面来说，换汇已经成为资产配置的一项需求。然而，我国实行外汇管制，每人每年最多只可以换 5 万美元的外汇。显然，这样是满足不了大家的换汇资产配置

需求的。而港币是直接挂钩美元的，香港特区政府为了稳定港币汇率，实行的是固定汇率，也就是约每 7.80 港币兑换 1 美元。最近十年美元港币汇率都在 7.74～7.83，可谓十分稳定。

所以，港股通对于投资者来说不仅是一种投资渠道，而且可以帮助投资者绕开外汇管制，进行换汇。简单来说就是用人民币换汇购买港股，当美元人民币汇率上升时，港股资产也持续获得收益，这是投资港股通的重要意义之一。

（二）港股通拥有内地市场稀缺的优质投资标的

港股市场拥有我们熟悉的腾讯控股、阿里影业、中国移动、蒙牛乳业、碧桂园等，这些都是国内各领域名列前茅的公司，而且其股票股息率高。市值在 50 亿～100 亿港元的沪港通重仓股中，30％的股票股息率在 5％以上。

（三）港股交易灵活

港股实行的是 T＋0 交易制度，无涨跌幅限制，相对来说对于现金流把握会更加灵活，只要市场股价出现不合理的情况，市场就会快速做出反应；而且香港金融市场的开放性也吸引了国际游资的参与，机会更多。

但是港股市场缺乏自有资金，股市中资金来自其他各金融市场，所以受外界金融市场影响很大：美股跌，港股跌；A 股跌，港股跌；欧洲市场动荡，港股跌。其缺点还在于：投资标的是有限制的，只能投标的范围内股票；交易时间是香港交易所和上海（深圳）交易所的共同交易时间；投资金额有门槛限制，账户资产必须不低于 50 万元人民币。香港市场同时是一个价值洼地，同样的标的，有很多港股相对于 A 股是折价的。这些是港股吸引人的地方，因此会给港股通带来转机。

第三节　证券市场的参与主体

证券市场是连接投资者与融资者的重要场所，投资者与融资者是资本市场最重要的两大参与主体。

一、证券发行人

证券发行人即融资者，是指为筹措资金而发行债券、股票等证券的政府及其机构、公司和企业。证券发行人是证券发行的主体，如果没有证券发行人，证券发行及其后的证券交易就无法展开，证券市场也就不可能存在。根据法律规定，企业只有股份有限公司才能发行股票。

二、证券投资者

证券投资者是证券市场的资金供给者，通过证券进行投资的各类机构和个人。总的来说，证券投资人可分为机构投资者和个人投资者两大类。机构投资者主要是政府机

构、金融机构、企业和事业法人及各类基金等，其中QFII也可以参与中国证券市场的投资。个人投资者，也就是俗称的“小散”，是证券市场最广泛的投资者。

（一）政府机构

各级政府及政府机构出现资金剩余时，可以通过购买政府债券、金融债券投资于证券市场。政府机构参与证券投资的目的不是为了获取利息、股息等投资收益，而是为了调剂资金余缺和进行宏观调控。中央银行以公开市场操作作为政策手段，通过买卖政府债券或金融债券，影响货币供应量和利率水平来进行宏观调控。我国国有资产管理部门或其授权部门持有国有股，履行国有资产的保值、增值和通过国家控股、参股来支配更多社会资源的职责。从各国的具体实践看，出于维护金融稳定的需要，政府还可成立或指定专门机构参与证券市场交易，减少非理性的市场震荡。

（二）金融机构

参与证券投资的金融机构有证券经营机构、银行业金融机构、保险经营机构及其他金融机构等。

证券经营机构是证券市场上最活跃的投资者，以其自有资本、营运资金和受托投资资金进行证券投资。我国证券经营机构主要为证券公司。

银行业金融机构包括商业银行、邮政储蓄银行、城市信用合作社、农村信用合作社等吸收公众存款的金融机构及政策性银行。银行业金融机构可用自有资金一般仅限于买卖政府债券和金融债券。外资独资银行、中外合资银行可买卖政府债券、金融债券，买卖股票以外的其他外币有价证券。银行业金融机构因处置贷款质押资产而被动持有的股票，只能单向卖出。商业银行可以按照事先与客户约定的投资计划，募集资金进行投资和资产管理。

保险经营机构一般指保险公司和保险金融机构。保险公司曾一度超过投资基金成为投资规模最大的机构投资者，是全球最重要的机构投资者之一，除大量投资于各类政府债券、高等级公司债券外，还广泛涉足基金和股票投资。

其他金融机构包括信托投资公司、企业集团财务公司、金融租赁公司等。这些机构可以在监管机构许可的范围内和自身业务范围内进行证券投资。

（三）企业和事业法人

企业可以用自己的积累资金或暂时不用的闲置资金进行证券投资。企业证券投资大体上可划分为股票投资和债券投资两大类。我国对企业进行证券投资的现行规定是，各类企业可参与股票配售，也可投资于股票二级市场。事业法人可用自有资金和有权自行支配的预算外资金进行证券投资。

（四）各类基金

基金性质的机构投资者包括证券投资基金、社保基金、企业年金和社会公益基金。证券投资基金是指通过公开发售基金份额筹集资金，由基金托管人托管，由基金管理人管理

和运作资金，为基金份额持有人的利益，以资产组合方式进行证券投资的一种利益共享、风险共担的集合投资方式。其他几类基金由于对资金的安全性和流动性有一定要求，因此要严格按照法律法规进行投资。按照募集方式，投资证券类的基金可以分为公募基金和私募基金。私募基金一般比公募基金业绩好，并且目前私募资金规模已经超越公募基金。就制度而言，公募基金的建仓和持仓是有限制的，投资品种也少，并且公募基金的投资动机有时候并不是利益最大化，而是要迎合很多监管；而私募基金投资范围广，并且私募基金的客户都是大户。国内私募基金是100万元起卖，相对来说投资者素质更高，方便基金经理管理。

（五）个人投资者

A股投资者构成的最大特点是个人投资者占比高。中国有数量庞大的散户，在世界上是第一位。这样看来，散户才是真正的市场主力。可是大部分个人投资者只具备投资中国股市的勇气或贪婪的本性，而不具备成功投资的基础知识、经验、能力和成熟、适用的投资理念。尽管个人投资者占有相当大的比重，但机构投资者的队伍和影响力正在逐步壮大。无论怎样，伴随着资本市场的成熟，散户的减少都将是一个大趋势。

三、中介机构

证券中介机构是指依法通过专业知识和技术服务，向委托人提供公正性、代理性、信息技术服务性等中介服务的机构，主要包括证券公司和证券服务机构。

证券公司是证券市场重要的中介机构，在证券市场的运行中发挥着重要作用。一方面，证券公司是证券市场投融资服务的提供者，为证券发行人和投资者提供专业化的中介服务，如证券发行和上市保荐、承销、代理证券买卖等；另一方面，证券公司也是证券市场重要的机构投资者。此外，证券公司还通过资产管理方式，为投资者提供证券及其他金融产品的投资管理服务等。

证券服务机构是指依法设立的从事证券服务业务的法人机构。证券服务机构包括资产评估机构、资信评级机构、会计师事务所、律师事务所、证券投资咨询机构和财务顾问机构等。

四、自律性组织

自律性组织是指按照规定实施自我监管以保证市场公平、公正、有效的组织。目前，我国证券市场的自律性组织有中国证券业协会、上海证券交易所和深圳证券交易所。中国证券业协会是依据《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）和有关条例设立的证券业自律性组织，属于非营利性社会团体法人，接受中国证监会和国家民政部的业务指导及管理，在推进行业自律管理、反映行业意见与建议、改善行业发展环境等方面做了一些工作，发挥了行业自律组织的应有作用。

五、监管机构

证券市场监管是一国宏观经济监管体系中不可缺少的组成部分，对证券市场的健康发

展有着重大意义。监管机构是指按照国家法律法规对证券募集、发行、交易等行为实行监督和管理的机构。我国证券监督管理机构是国务院证券监督管理机构。国务院证券监督管理机构由中国证监会及其派出机构组成。中国股市历来被认为是政策市、投机市，但随着监管机构的介入，市场正在改变，中国股市正在步入正轨，相信它有更好的未来。

本章小结

中国证券市场是一个年轻的市场，虽然在发展过程中存在不少问题，但是它是一个潜力无限的市场，蕴藏着大量财富，现已形成了与我国经济发展相适应的发展道路。投资者与融资者对投融资金融服务的多样化需求日益广泛，投资品种也越来越多。三大证券交易场所组成了我国多层次资本市场体系。新三板被称为中国的纳斯达克，属于新兴市场，投资潜力巨大，未来极有可能成为全球最大的交易中心。

问题与应用

1. 请你谈谈中国证券市场的特点及你的投资策略。

2. 作为投资者，你觉得新三板具有投资价值吗？你对其未来发展有何展望并提出宝贵建议。

第二章　股票概论

学习目标

1. 知道股票的来源、作用、性质及分类。
2. 了解股票的开户和交易规则及新三板特殊的交易规则。
3. 知道什么是新股申购、分红派息、配股及融资融券。
4. 了解获取股票信息的基本途径。

内容预览

在众多投资理财产品中，股票可以说是比较常见但风险相对较高的品种。新股民入市之前，需要对股票的相关知识有最基本的认识，如股票究竟是什么，股票是按照何种规则交易的，以及具体操作过程中需要注意的一些重要事项，等等。有了这些知识储备之后，才能更好地在股市中“生存”以谋求利益。在未来几年，新三板将逐渐成为股市新生的“重头戏”。因此，本章还将着重介绍新三板的基本操作和规则。

第一节　股票简介

一、股票的来源

（一）产生

股票的出现距今已有四百多年历史。1602 年，世界上最早的股份有限公司——荷兰东印度公司诞生。股份制度很好地解决了过度的商业竞争问题，故很快得到普及和应用，逐渐成为西方国家企业组织的重要形式之一。随后，荷兰建立了世界上最早的证券交易所——阿姆斯特丹证券交易所。据文献记载，早在 1611 年就曾有一些商人在荷兰的阿姆斯特丹进行荷兰东印度公司的股票买卖交易，形成了世界上第一个股票市场，即股票交易所。

（二）现状

目前，股份有限公司已经成为资本主义国家最基本的企业组织形式；股票已经成为资本主义国家企业筹资的重要渠道和方式，也是投资者投资的基本选择方式；而股票的发行和市场交易也已经成为资本主义国家证券市场的重要基本经营内容，成为证券市场不可缺少的重要组成部分。

（三）上市

一般企业的上市方式有两种：首次公开发行上市（Initial Public Offerings，IPO）与买壳上市（Reverse Merger）。首次公开发行上市风险极大，对市场行情与上市时机要求很高，而且企业需要承担全部发行费用；如遇市场低迷，上市过程会被推迟或彻底取消；如上市不成功，公司没有丝毫灵活度，会彻底失败，大量先期资金投入会付之东流。买壳上市费用低，公司可完全掌握进度；在投资银行专家的指导下，拟上市公司和证券公司共同主动选择发新股融资时机，通过良好的设计，上市过程的风险较小。

首次公开发行上市特点如下。

（1）可以在发行的同时进行融资。

（2）股票公开发行，有助于企业形象宣传。

（3）申请程序复杂，所需时间长，约1年以上。

（4）费用很高。

（5）不能保证发行成功，容易受市场波动影响。

买壳上市特点如下。

（1）手续简单，上市条件灵活。与首次公开发行上市相比，买壳上市没有那么多复杂的上市审批程序。

（2）时间短，成本低。买壳上市（6～8个月）一步到位，节省许多时间和费用。

（3）避免复杂的财务、法律障碍。买壳上市对上市中的审计与法律审核方面的要求相对轻松得多。

（4）先上市，后融资。欲上市公司通过与一个已上市公司合并，取得上市地位，在投资银行专家的指导下，根据公司业绩的好坏、股价的高低，通过增发新股等方式进行融资。

（5）要聘请专业的美国投资银行为企业寻找合适的壳公司，并充分指导企业进行财务和法律等方面的清理。

企业首次公开发行上市要求如下。

（1）股票经国务院证券管理部门核准已公开发行。

（2）公司股本总额不少于人民币3 000万元。

（3）公开发行的股份一般占公司股份总数的25%以上。

（4）如果发行后股本总额超过人民币4亿元，那么公开发行的比例应在10%以上。

（5）公司在最近三年内无重大违法行为，财务会计报告无虚假记载。

企业首次公开发行上市流程大致分为改制阶段、辅导阶段、申报材料制作及申报阶段、股票发行及上市阶段四个阶段。

1. 改制阶段

（1）成立改制小组，由公司各部门主要负责人牵头。证券公司和其他中介机构向发行人提交审慎调查提纲，由企业根据提纲的要求提供文件资料，确定改制方案。

（2）发行人与证券公司召集所有中介机构参加分工协调会，由证券公司主持，就发行上市的重大问题，如股份公司设立方案、资产重组方案、股本结构、财务审计、资产评估、土地评估、盈利预测等事项进行讨论。

（3）各中介机构按照时间表开展工作，主要包括对初步方案进一步分析、财务审计、资产评估及各种法律文件的起草工作。取得国有资产管理部门对资产评估结果的确认及资产折股方案的确认，土地管理部门对土地评估结果的确认。

（4）企业筹建工作基本完成后，向市经济体制改革办公室（简称市体改办）提出正式申请设立股份有限公司，需提交文件主要包括公司设立申请书、主管部门同意公司设立意见书、企业名称预核准通知书、发起人协议书、公司章程、公司改制可行性研究报告、资金运作可行性研究报告、资产评估报告、资产评估确认书、土地使用权评估报告书、国有土地使用权评估确认书、发起人货币出资验资证明、固定资产立项批准书、三年财务审计报告及未来一年业绩预测报告。

（5）工商行政管理机关批准股份公司成立，颁发营业执照。在创立大会（选董事会和监事会）召开后30天内，公司组织向省（自治区、直辖市）工商行政管理局（简称工商局）报送省（自治区、直辖市）政府或中央主管部门批准设立股份公司的文件、公司章程、验资证明等文件，申请设立登记。工商局在30日内做出决定，为获批准的颁发营业执照。

2. 辅导阶段

在取得营业执照之后，股份公司依法成立。按照中国证监会的有关规定，拟公开发行股票的股份有限公司在向中国证监会提出股票发行申请前，均须由具有主承销资格的证券公司进行上市辅导，辅导期限一年，辅导有效期为三年（即本次辅导期满后三年内，拟发行公司可以向承销机构提出股票发行上市申请；超过三年，则须按规定的程序和要求重新聘请辅导机构进行辅导）。

（1）辅导内容主要包括以下方面：股份有限公司设立及其历次演变的合法性、有效性；股份有限公司人事、财务、资产及供、产、销系统独立完整性；对公司董事、监事、高级管理人员及持有5%以上（含5%）股份的股东（或其法人代表）进行《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）和《证券法》等有关法律法规的培训；建立健全股东大会、董事会、监事会等组织机构，并实现规范运作；依照股份公司会计制度建立健全公司财务会计制度；建立健全公司决策制度和内部控制制度，实现有效运作；建立健全符合上市公司要求的信息披露制度；规范股份公司和控股股东及其他关联方的关系；公司董事、监事、高级管理人员及持有5%以上（含5%）股份的股东持股变动情况是否合规。

（2）辅导工作开始前10个工作日内，辅导机构应当向派出机构提交以下材料：辅导机构及辅导人员的资格证明文件（复印件）；辅导协议；辅导计划；拟发行公司基本情况资料表；最近两年经审计的财务报告（资产负债表、利润表、现金流量表等）。

3. 申报材料制作及申报阶段

（1）申报材料制作和上报。股份公司成立运行一年后，经中国证监会地方派出机构验收符合条件的，可以制作正式申报材料。申报材料由主承销商与各中介机构分工制作，然后由主承销商汇总并出具推荐函，最后由主承销商完成内核后并将申报材料报送中国证监会审核。会计师事务所的审计报告、评估机构的资产评估报告、律师出具的法律意见书将为招股说明书有关内容提供法律及专业依据。

（2）审核。中国证监会收到申请文件后在5个工作日内作出是否受理的决定。未按规定要求制作申请文件的，不予受理。同意受理的，根据国家有关规定收取审核费人民币3万元。股

票发行申请由发行审核委员会审核。

4. 股票发行及上市阶段

（1）股票发行申请经发行审核委员会核准后，取得中国证监会同意发行的批文。

（2）刊登招股说明书，按照发行方案发行股票。

（3）刊登上市公告书，在交易所的安排下完成挂牌上市交易。

企业首次公开发行上市流程如图 2-1 所示。

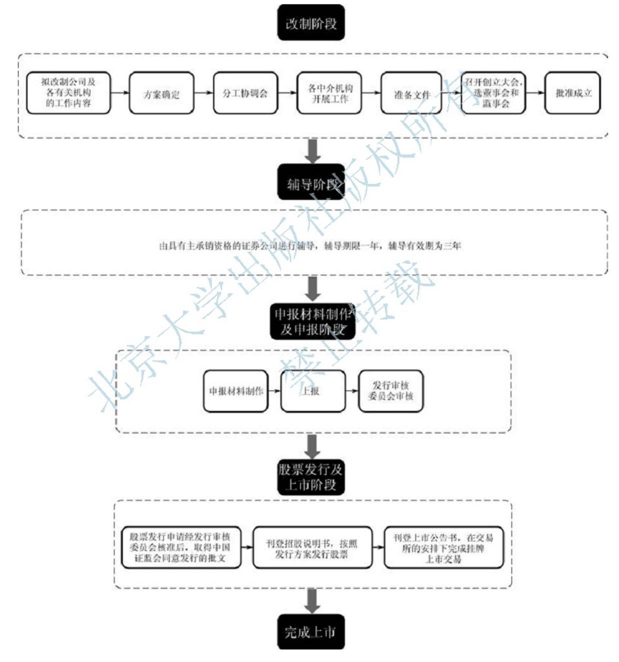


图 2-1　企业首次公开发行上市流程

二、股票市场的影响作用

股份公司、股票和股票市场无疑对资本主义国家的企业经济发展起到了积极的作用。

但股份公司、股票和股票市场不是资本主义所特有的。我国虽然是社会主义国家，但是在发展有计划的商品经济的条件下，同样可以利用股份公司的企业组织形式、股票筹资的方式和股票市场的调节机制，为发展社会主义的有计划的商品经济服务。

（一）股票市场的积极作用

1. 对国家经济发展的作用

（1）可以广泛地动员、积聚和集中社会上的闲散资金，为国家经济建设发展服务，扩大生产建设规模，推动经济的发展，并收到“利用内资不借内债”的效果。

（2）可以充分发挥市场机制，打破条块分割和地区封锁，促进资金的横向融通和经济的横向联系，提高资源配置的总体效益。

（3）可以为改革完善我国的企业组织形式探索一条新路，有利于不断完善我国的全民所有制企业、集体企业、个人企业、三资企业和股份制企业的组织形式，更好地发挥股份经济在我国国民经济中的地位和作用，促进我国经济的发展。

（4）可以促进我国经济体制改革的深化发展，特别是股份制改革的深入发展，有利于理顺产权关系，使政府和企业能各就其位、各司其职、各用其权、各得其利。

（5）可以扩大我国利用外资的渠道和方式，增强对外的吸纳能力，有利于更多地利用外资和提高利用外资的经济效益，收到“用外资而不借外债”的效果。

2. 对股份制企业的作用

（1）有利于股份制企业建立和完善自我约束、自我发展的经营管理机制。

（2）有利于股份制企业筹集资金，满足生产建设的资金需要，而且由于股票投资的无期性，股份制企业对所筹资金不需还本，因此可长期使用，有利于股份制企业的经营和扩大再生产。

3. 对股票投资者的作用

（1）可以为投资者开拓投资渠道，扩大投资的选择范围，适应投资者多样性的投资动机、交易动机和利益的需求，一般来说能为投资者提供获得较高收益的可能性。

（2）可以增强投资的流动性和灵活性，有利于投资者股本的转让、出售交易，使投资者随时可以将股票出售变现，收回投资资金。

股票市场的形成、完善和发展为股票投资的流动性和灵活性提供了有利的条件。

（二）股票市场的不利影响

股票市场的活动对股份制企业、股票投资者及国家经济的发展也有不利影响。股价的形成机制非常复杂，多种因素的综合作用和个别因素的特动作用都会使股价剧烈波动。股价既受政治、经济、市场因素的影响，又受技术和投资者行为因素的影响。因此，股价经常处在频繁的变动之中。股价频繁的变动扩大了股票市场的投机性，使股票市场的风险性提高。

三、股票的性质

（一）发行原因

随着公司经营规模的扩大及竞争程度的提高，无论是公司自身的资本积累还是通过各种方式借来的资本，都不能满足公司扩张的巨额资金需求。这时，公司就会以出让股权的名义向社会公众筹集资金，同时建立股份有限公司。社会公众之所以愿意购买公司股权，是因为公司发展前景良好，并且可以得到较好的投资回报。

为了明确投资者与公司之间的权益关系，股份有限公司会发行一张纸样凭证，即股票。投资者购买股票后，就成为该公司股东，以出资额为限对公司负有限责任，同时具有分享公司收益的权利。

如果有的投资者不想持有股票了，或者因为资金需要卖出这份权益，同时某些投资者对该公司股权有购买之心，于是就出现了股票买卖的流通市场，股票市场也就随之产生了。

（二）概念

股票是一种由股份制有限公司签发的用以证明股东所持股份的凭证。它表明股票的持有者对股份公司的部分资本拥有所有权。由于股票包含经济利益，并且可以上市流通转让，因此股票也是一种有价证券。

股票是公司股份的外在表现形式。股份的发行实行公开、公平和公正的原则。股票发行后，购买股票的投资者即成为公司的股东。股票实质上代表了股东对股份公司的所有权。股东凭借股票可以获得公司的股息和红利、参加股东大会并行使自己投票表决的权利，从而实现对公司管理的参与，同时也承担相应的责任与风险。

股票作为一种所有权凭证，有一定的格式。从股票的发展历史来看，最初的股票票面格式既不统一，也不规范，由各发行公司自行决定。随着股份制的发展和完善，许多国家对股票票面格式做了规定，提出票面应载明的事项和具体要求。我国《公司法》规定，股票采用纸面形式或国家法律法规规定的其他形式。一般来说，纸质股票应载明的事项主要包括公司名称、公司成立的日期、股票种类、股票数和股票编号。股票有法定代表人签名，公司盖章。发起人的股票，应当标明“发起人股票”字样。而电子股票只是在股票发行文件和公司章程中规定股票的有关内容。

（三）特性

股票具有以下六方面的特性。

1. 收益性

收益性是股票最基本的特性。它是指股票可以为持有人带来收益的特性。持有股票的目的在于获取收益。股票的收益来源可分成两类。一类来自股份公司。认购股票后，持有者即对发行公司享有经济权益，其实现形式是公司派发的股息、红利，数量多少取决于股份公司的经营状况和盈利水平。另一类来自股票流通。股票持有者可以持股票到依法设立的证券交易场所进行交易，当股票的市场价格高于买入价格时，卖出股票就可以赚取差价

收益。这种差价收益被称为“资本利得”。

2. 价格波动性和风险性

股票在交易市场上作为交易对象，同商品一样，有自己的市场行情和市场价格。由于股价受到诸如公司经营状况、供求关系、银行利率、大众心理等多种因素的影响，价格波动有很大的不确定性。正是这种不确定性，有可能使股票投资者遭受损失。价格波动的不确定性越大、投资风险越大。因此，股票是一种高风险的金融产品。股票风险的内涵是股票投资收益的不确定性，或者说实际收益与预期收益之间的偏离。投资者在买入股票时，对其未来收益会有一个预期，但真正实现的收益可能会高于或低于原先的预期，这就是股票的风险。很显然，风险是一个中性概念，风险不等于损失，高风险的股票可能给投资者带来较大损失，也可能带来较大收益，这就是“高风险高收益”的含义。

3. 流动性

流动性是指股票可以通过依法转让而变现的特性，即在本金保持相对稳定、变现的交易成本极小的条件下，股票具有很容易变现的特性。股票持有人不能从公司退股，但股票转让为其提供了变现的渠道。通常，判断股票的流动性强弱主要分析三个方面。首先是市场深度，以每个价位上报单的数量来衡量。买卖盘在每个价位上报单的数量越多，成交越容易，则股票的流动性越强。其次是报价紧密度，以价位之间的价差来衡量。价差越小，交易对市场价格的冲击越小，则股票的流动性越强。在有做市商的情况下，做市商双边报价的价差是衡量股票流动性的最重要指标。最后是股票的价格弹性或者恢复能力，以交易价格受大额交易冲击后的恢复能力来衡量。价格恢复能力越强，股票的流动性越强。需要注意的是，由于股票的转让可能受各种条件或法律法规的限制，因此，并非所有股票都具有相同的流动性。通常情况下，大盘股流动性强于小盘股，上市公司股票的流动性强于非上市公司股票，而上市公司股票又可能因市场或监管原因而受到转让限制，从而具有不同程度的流动性。

4. 不可偿还性

股票是一种无偿还期限的有价证券，投资者认购了股票后，就不能再要求退股，只能到二级市场卖给第三者。股票的转让只意味着公司股东的改变，并不减少公司资本。从期限上看，只要公司存在，它所发行的股票就存在。股票的期限等于公司存续的期限。

5. 责权性

股票持有者具有参与股份公司盈利分配及承担有限责任的权利和义务。

根据《公司法》的规定，股票的持有者就是股份有限公司的股东。股东有权或通过其代理人出席股东大会、选举董事会并参与公司的经营决策。股东的权利取决于其占有股票的多少。

持有股票的股东一般有参加公司股东大会的权利，具有投票权，在某种意义上也可看作是参与经营权；股东还有参与公司的盈利分配的权利，可称为利益分配权。股东可凭其持有的股份向股份公司领取股息和索偿权及责任权。在公司解散或破产时，股东需向公司承担有限责任，即股东要按其所持有的股份比例对债权人承担清偿债务的有限责任。在债

权人的债务清偿后，优先股和普通股的股东对剩余资产也可按其所持有股份的比例向公司请求清偿（即索偿），但优先股股东要优先于普通股股东，普通股股东只有在优先股股东索偿后如仍有剩余资产，才具有追索清偿的权利。

6. 股份的伸缩性

股票所代表的股份可以通过分割或合并的方式增减，但股东的权益不受影响。送股、增发、转增股份可以使公司的股份总数增加，回购注销或并股可以使公司的总股本数减少。

（四）影响股价的因素

股票市场瞬息万变，股价的波动往往是多方博弈的结果。那么究竟是什么在影响着股价呢？下面列出了几种较常见的基本因素。

1. 经济周期

人们常说，股票市场是经济的晴雨表，也就是说股价变动不仅随经济周期的变化而变化，同时也能预示经济周期的变化。实证研究显示，股价的波动超前于经济波动，往往在经济还没有走出谷底时，股价已经开始回升，这主要是投资者对经济周期的一致判断所引起的。我们通常称股票市场是虚拟经济，称与之相对的现实经济为实物经济，两者的关系可以说是“如影随形”，彼此都能对对方有所反映。

由于受资源约束、人们预期和外部因素的影响，经济运行不会一直处于均衡状态。经常出现的情况是经济处于不均衡状态。相应地，股市也具有上下波动运行的特点。

当社会需求随着人口增加、消费增加等因素而不断上升时，产品价格、工人工资、资本所有者的投资冲动都会增加，连带出现的情况是投资需求增加，市场资金价格（即利率）上涨。工资的增加又使得个人消费再度增加。企业投资的增加和个人可支配收入的增加，使实物经济质量不断提高，企业效益不断上升，经济发展得到进一步刺激。当经济上升到一定程度时，社会消费增长速度开始放缓，产品供过于求，企业开始缩小生产规模，社会上对资金需求减少，资金价格下落，经济进入低迷状态。

当实物经济按照上述周期运行时，以股票市场表示的虚拟经济也处于周期运行之中，只是股票市场的运行周期比实物经济的运行周期更提前。

2. 财政政策

财政是国家为实现其职能的需要对一部分社会产品进行的分配活动，体现着国家与其有关各方面发生的经济关系。国家财政资金主要来源于企业的纯收入。其大小取决于物质生产部门及其他事业的发展状况、经济结构的优化、经济效益的高低，以及财政政策的正确与否。财政支出主要用于经济建设、公共事业、教育、国防及社会福利。国家合理的财政预算收支及措施会促使股价上扬；财政资金的重点使用方向，也会影响到股价。财政规模和采取的财政方针对股票市场有着直接影响。假如财政规模扩大，国家采取积极的财政方针，股价往往会上涨；相反，国家财政规模缩小，或者有将要紧缩财政的预兆，则投资者会预测未来经济不景气而减少投资，因而股价就会下跌。虽然股价反应的程度会依当时的股价水准而有所不同，但投资者可根据财政规模的增减，作为辨认股价转变的根据之一。

财政投资的重点对企业业绩的好坏也有很大影响。如果政府采取产业倾斜政策，重点

向交通、能源、基础产业投资，则这类产业的股价就会受到影响。财政支出的增减，直接受到影响的是与财政有关的企业，比如与电气通信、房地产有关的产业。因此，每个投资者应了解财政实施的重点。股价发生变化的时点，通常在政府的预算原则和重点施政还未发表前，或者是在预算公布之后的初始阶段。因此，投资者对国家财政政策的变化必须给予密切的关注，关心财政政策变动的初始阶段，适时做出买入和卖出的决策。

3. 利率变动

利率的升降与股价的变化呈反向运动，主要原因如下。

（1）利率的上升，不仅会增加公司的借款成本，而且会使公司难以获得必需的资金，此时，公司就不得不削减生产规模，而生产规模的缩小又势必会减少公司的未来利润。因此，股价就会下跌。反之，股价就会上涨。

（2）利率上升时，投资者评估股价所用的折现率也会上升，股票价值会因此下降，从而使股价下跌；反之，利率下降，股价则会上涨。

（3）利率上升时，一部分资金从投向股票市场转向银行储蓄和购买债券，从而会减少市场上的股票需求，使股价下跌。反之，利率下降时，储蓄的获利能力降低，一部分资金又可能从银行和债券市场流向股票市场，从而增大了股票需求，使股价上涨。

4. 汇率变动

外汇行情与股价有密切的联系。一般来说，如果一国的货币实行升值的基本方针，股价便会上涨，一旦其货币贬值，股价即随之下跌。所以外汇的行情会给股票市场带来很大的影响。

在当代国际贸易迅速发展的潮流中，汇率对一国经济的影响越来越大。任何一国的经济都在不同程度上受汇率变动的影响，而且汇率变动对一国经济的影响程度取决于该国的对外开放程度。随着各国对外开放程度的不断提高，股市受汇率的影响也日益扩大。但最直接的是对进出口贸易的影响。本国货币升值，受益的多半是进口业，即依赖海外供给原料的企业；相对的，出口业由于竞争力降低而导致亏损。可是当本国货币贬值时，情形恰恰相反。但本国货币无论是升值还是贬值，对公司业绩及经济局势的影响，都各有利弊，所以不能单凭汇率的升降而买入或卖出股票，这样做就会过于简单化。

5. 物价变动

普通商品价格变动对股票市场有重要影响。具体来说，物价上涨，股价上涨；物价下跌，股价也下跌。具体分析商品价格对股价的影响，主要表现在四个方面。

（1）商品价格出现缓慢上涨，幅度不是太大，并且物价上涨率大于借贷利率的上涨率时，公司库存商品的价格上升，由于产品价格的上涨幅度高于借贷成本的上涨幅度，于是公司利润会上升，股价也会因此而上涨。

（2）商品价格上涨幅度过大，股价没有相应上涨，反而可能下跌。这是因为，物价上涨引起公司生产成本上升，而上升的成本又无法通过商品销售而完全转嫁出去，从而使公司的利润降低，股价也随之下跌。

（3）物价上涨，商品市场的交易呈现繁荣兴旺，有时是股价正陷于低沉的时候，人们热衷于即期消费，使股价下跌；当商品市场物价上涨回跌时，反而成了投资股票的最好时

机，从而引起股价上涨。

（4）物价持续上涨，引起股票投资者保值意识的增强，因此投资者从股票市场抽出资金，转而投向动产或不动产，如房地产、贵重金属等保值强的物品，使得股票需求量降低，引起股价下跌。

6. 通货膨胀

通货膨胀是影响股价的一个重要宏观经济因素。这一因素对股价的影响比较复杂，既有刺激股票市场的作用，又有压抑股票市场的作用。通货膨胀主要是过多地增加货币供应量造成的。货币供应量与股价一般呈正比关系，即货币供给量增大使股价上涨；反之，货币供给量缩小则使股价下跌。但在特殊情况下又有相反的趋势。

货币供给量对股价的正比关系，有以下三种表现。

（1）货币供给量增加，一方面可以支持生产扶持物价，阻止利润下降；另一方面对股票的需求增加，成为股价止跌回涨的重要因素。

（2）货币供给量增加引起社会商品的价格上涨，股份公司的销售额相应增加，从而使得以货币数量表现的股利（即股票的名义收益）有一定幅度的上升，使股票需求增加，从而使股价相应上涨。

（3）货币供给量的递增引起通货膨胀，通货膨胀带来的往往是虚假的市场繁荣，最终出现企业利润上升的假象，保值意识使人们倾向于将货币投向贵重金属、不动产和短期证券，股票需求量也会增加，从而使股价相应上涨。

由上述可见，货币供给量的增减，是影响股价的重要原因之一。货币供给量增加，扩大的社会购买力就会投资于股票，从而把股价抬高。反之，如果货币供给量减少，社会购买力降低，投资就会减少，失业率就会增加，因而股价也必定会受到影响。

但是，通货膨胀到一定程度，甚至超过了两位数，将会推动利率上涨，从而使股价下跌，这又是其对股价作用的另一方面。

总之，当刺激作用大时，股票市场的价格趋势与通货膨胀的趋势一致；当压抑作用大时，股票市场的价格趋势与通货膨胀的趋势相反。

7. 政治因素

政治因素泛指那些对股价具有一定影响力的国际政治活动、重大经济政策的发展计划及政府的法令、政治措施等。政治形势的变化，对股价产生了越来越敏感的影响。其主要表现如下。

（1）国际形势的变化。如外交关系的改善会使有关跨国公司的股价上升。投资者应在外交关系改善时，不失时机地购进相关跨国公司的股票。

（2）战争的影响。战争使各国政治经济不稳定，人心动荡，股价下跌，这是战争造成的广泛影响。但是战争对不同行业的股价影响不同。比如，战争使军需工业兴盛，那么凡是与军需工业有关的公司的股价必然上涨。因此，投资者应适时购进军需及其相关工业的股票，售出容易在战争中受损的行业的股票。

（3）国内重大政治事件，如政治风波等也会对股票产生影响。其先对股票投资者的心理产生影响，从而间接地影响股价。

（4）国家的重大经济政策，如产业政策、税收政策、货币政策对股价有重大影响。国

家重点扶持、发展的产业，其股价会被推高；而国家限制发展的产业，其股价会受到不利影响。例如，国家对社会公用事业的产品和劳务实行限价，包括交通运输、煤气、水电等，这样就会直接影响公用事业的盈利水准，导致公用事业公司的股价下跌；货币政策的改变，会引起市场利率发生变化，从而引起股价变化；税收政策方面，能够享受国家减税、免税优惠的股份公司，其股价会出现上涨趋势，而调高个人所得税，则会使社会消费水平下跌，引起商品的滞销，从而对公司的生产规模造成影响，导致盈利下降，股价下降。这些政策因素对股票市场本身产生的影响，即通过公司盈利和市场利率产生一定的影响，进而引起股价的变动。

8. 人为操纵

一般来讲，在正常的股票市场，有少数个人或机构在市场上兴风作浪，促使某些股票在市场上时而狂涨，时而暴跌，从而使其在股价的剧烈波动中大发横财，而使一些中小股东在这场恶战中倾家荡产。

在股票市场，操纵股价的方法是多种多样的，其中最常见、最普遍的方法，就是一些金融集团在股市疲软时，低价大量买进股票，然后设法哄抬价格，以便低进高出。一般在哄抬股价的过程中，这些金融集团仍在不断买进，并散发各种似是而非的谣言，以引诱散户跟进，从而使股票市场形成一种“利多”气氛效应，待股价达到相当高位时，不声不响地将低价购进的股票卖出，这样大进大出就赚取了巨额暴利。相反的，某机构也可以在股价高峰时不断卖出股票，并设法压低行情，造成股价下跌的气氛，等股价低到某一价位时，再把高价卖出的股票全部买回，以达到高卖低买的目的，这一卖一买就可使操纵者获取暴利。

上述方法，主要是通过哄抬股价或压低股价来达到目的的。但无论是哄抬股价还是压低股价，都必须造成有利于诱惑散户盲目跟进的市场环境才行，其最终获利的是操纵者，而吃亏的是盲目跟进的中小股东。所以，每个投资者要善于观察风向，提高识别多头、空头陷阱的能力，在股票交易中保持头脑清醒和警惕性。

投资者对待人为操纵的最好方法是不要盲目跟进，要认真地研判股票市场的大趋势，做到“任凭风浪起，稳坐钓鱼船”。

四、股票的分类

（一）按股票上市地区分类

按上市地区，可以将股票分为A股、B股、H股、S股、N股和新三板股票等。

A股，是指在中国内地注册并在内地上市的普通股票，以人民币认购和交易。我国A股市场经过多年长足发展，目前已经成为全球主要资本市场。

B股，也称人民币特种股票，是指在中国内地注册并在内地上市的特种股票，以人民币标明面值，只能以外币认购和交易。

H股，是指注册地在中国内地的企业在中国香港上市的股票。

S股，是指企业主要生产或者经营等核心业务在中国内地，而企业的注册地在新加坡或者其他国家和地区，但是在新加坡交易所上市挂牌的企业股票。

N 股，是指在中国内地注册、在纽约上市的外资股。

新三板股票，是指证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让，因为挂牌企业的股票有别于原代办股份转让系统的企业的股票，所以被形象地称为新三板股票。

（二）按股票持有者分类

按股票持有者，可以将股票分为国家股、法人股和个人股三种。三者在权利和义务上基本相同。不同点是国家股投资资金来自国家，不可转让；法人股投资资金来自企事业单位，必须经中国人民银行批准后才可以转让；个人股投资资金来自个人，可以自由上市流通。

（三）按股东权利分类

按股东权利，可以将股票分为普通股、优先股和后配股。

1. 普通股

普通股是随着企业利润变动而变动的一种股份，是股份公司资本构成中最普通、最基本的股份，是股份企业资金的基础部分。

普通股的基本特点是其投资收益（股息和分红）不是在购买时约定的，而是事后根据股票发行公司的经营业绩来确定的。公司的经营业绩好，普通股的收益就高；反之，若经营业绩差，普通股的收益就低。普通股是风险最大的一种股票，但又是股票中最基本、最常见的一种。在我国沪深证券交易所上市的股票都是普通股。

一般可以把普通股的特点概括为如下四点。

（1）持有普通股的股东有权获得股利，但必须是在公司支付了债息和优先股的股息之后才能分得。普通股的股利是不固定的，一般视公司净利润的多少而定。当公司经营有方，利润不断递增时，普通股能够比优先股多分得股利，股利率甚至可以超过 50%；但当公司经营不善时，也可能连一分钱都得不到，甚至可能亏本。

（2）当公司因破产或结业而进行清算时，普通股股东有权分得公司剩余资产，但普通股股东必须在公司的债权人、优先股股东之后才能分得财产，财产多时多分，少时少分，没有则只能作罢。由此可见，普通股股东与公司的命运更加息息相关，荣辱与共。当公司获得暴利时，普通股股东是主要的受益者；而当公司亏损时，普通股股东又是主要的受损者。

（3）普通股股东一般都拥有发言权和表决权，即有权就公司重大问题进行发言和投票表决。普通股股东持有一股便有一股的投票权，持有两股便有两股的投票权。任何普通股股东都有资格参加公司最高级会议——每年一次的股东大会，但如果不愿参加，也可以委托代理人来行使其投票权。另外，投资者也可以通过网络进行投票。

（4）普通股股东一般具有优先认股权，即当公司增发新普通股时，现有股东有权优先（可能还以低价）购买新发行的股票，以保持其对企业所有权的原百分比不变，从而维持其在公司的权益。比如某公司原有 1 万股普通股，而你拥有 100 股，占 1%，现在公司决定增发 10%的普通股，即增发 1000 股，那么你就有权以低于市价的价格购买其中 1%即

10 股，以便保持你持有股票的比例不变。在发行新股票时，具有优先认股权的股东既可以行使其优先认股权，认购新增发的股票，也可以出售、转让其认股权。当然，股东认为购买新股无利可图，而转让或出售认股权又比较困难或获利甚微时，也可以听任优先认股权过期而失效。公司提供认股权时，一般会规定股权登记日期，股东只有在该日期内登记并缴付股款，方能取得认股权而优先认购新股。通常这种登记在登记日期内购买的股票称为附权股；相对的，在股权登记日期以后购买的股票称为除权股，即股票出售时不再附有认股权。这样在股权登记日期以后购买股票的投资者（包括老股东），便无权以低价购进股票。此外，为了确保普通股股东的权益，有的公司还发认股权证，即能够在一定时期（或永久）内以一定价格购买一定数目普通股的凭证。一般公司的认股权证是和股票、债券一起发行的，这样可以吸引更多的投资者。

综上所述，由普通股的前两个特点不难看出，普通股的股利和剩余资产分配可能大起大落，因此，普通股股东所担的风险最大，所以普通股股东更关心公司的经营状况和发展前景。而普通股的后两个特点恰恰使这一愿望变成现实，即提供和保证了普通股股东关心公司经营状况与发展前景的权利的手段。然而值得注意的是，在投资股和优先股向一般投资者公开发行时，公司应使投资者感到普通股比优先股能获得较高的股利，否则，普通股既在投资上冒风险，又不能在股利上比优先股多得，那么谁愿购买普通股呢？一般公司发行优先股，主要是以“保险安全”型投资者为发行对象，对于那些比较富有“冒险精神”的投资者，普通股才更具魅力。总之，发行这两种不同性质的股票，目的在于吸引更多的具有不同兴趣的投资者。

2. 优先股

优先股与普通股相对，是股份公司发行的在分配红利和剩余财产时比普通股具有优先权的股票。优先股也是一种没有期限的有权凭证，优先股股东一般不能在中途向公司要求退股（少数可赎回的优先股例外）。

优先股股东享有优先领取股息和优先得到清偿等优先权利，但股息是事先确定好的，不因公司盈利多少而变化，一般没有投票权及表决权。公司有权在必要时收回优先股。优先股还分为参与优先和非参与优先、积累与非积累、可转换与不可转换、可回收与不可回收等几大类。

3. 后配股

后配股是在利益或利息分红及剩余财产分配时比普通股处于劣势的股票，一般是在普通股分配之后，对剩余利益进行再分配。如果公司的盈利巨大，后配股的发行数量又很有限，则购买后配股的股东可以取得很高的收益。发行后配股，一般所筹措的资金不能立即产生收益，投资者的范围又受限制，因此利用率不高。

后配股一般在下列情况下发行。

（1）公司为筹措扩充设备资金而发行新股票时，为了不减少对旧股的分红，在新设备正式投产前，将新股票作后配股发行。

（2）企业兼并时，为调整合并比例，向被兼并企业的股东交付一部分后配股。

（3）在有政府投资的公司里，私人持有的股票股息达到一定水平之前，把政府持有的股票作为后配股。

(四) 按票面形式分类

按票面形式，可以将股票分为有面额股票、无面额股票及记名股票、无记名股票四种。有面额股票在票面上标注出票面价值，一经上市，其面额往往没有多少实际意义；无面额股票仅标明其占资金总额的比例。我国上市的都是有面额股票。记名股票将股东姓名记入专门设置的股东名簿，转让时须办理过户手续；无记名股票股东的名字不记入名簿，买卖后无需过户。

(五) 按享受投票权益分类

按享受投票权益，可以将股票分为单权股票、多权股票及无权股票三种。每张股票仅有一份表决权的股票称为单权股票，每张股票享有多份表决权的股票称为多权股票，没有表决权的股票称为无权股票。

(六) 按代码分类

(1) 创业板股票。创业板股票的代码以 30 开头。

(2) 沪市 A 股。沪市 A 股的代码以 60 开头。

(3) 沪市 B 股。沪市 B 股的代码以 90 开头。

(4) 深市主板股票。深市主板股票的代码以 000 开头。

(5) 中小板股票。中小板股票的代码以 002 开头。

(6) 深市 B 股。深市 B 股的代码以 200 开头。

(7) 全国中小企业股份转让系统股票。该系统股票的代码以 4 或 8 开头。

(8) 新股申购。沪市新股申购的代码以 730 开头。深市新股申购的代码与深市股票买卖代码一样。

(9) 配股。沪市配股以 700 开头，深市配股以 080 开头。权证，沪市以 580 开头，深市以 031 开头。

第二节 股票的开户与交易

一、开户

(一) 选择证券公司

一般客户是不能直接进入证券交易所进行场内交易的，而必须委托证券公司代为买卖股票。选择证券公司应注意以下几点。

(1) 必须信誉可靠。投资者本人不能进入证券交易所从事股票的买卖，同时，也不能全面了解有关股票交易的有关信息。在变化无常的证券市场上从事股票交易，选择一家信誉可靠的证券公司作为经纪人，是保证投资者资产安全，进而能够盈利的重要前提。

(2) 证券公司应取得证券交易所的席位。因为，只有取得了证券交易所席位的证券公

司才能派人进入证券交易所从事股票的买卖。

(3) 投资者在选择证券公司时，还应考虑该公司的业务状况是否良好，工作人员的办事效率是否高效，公司的交易设施是否完备、先进，收费是否合理等多方面因素。

简单来说，一般市面上常见的证券公司基本没什么太大问题，除去上述因素，最应注意的是佣金，现在的佣金基本在万分之二点五。

选择了证券公司后，投资者还应办理资金账户，设立银证转账账户。2016 年 10 月 14 日收盘后，中国证券登记结算有限公司发布了修订的《证券账户业务指南》，根据规定，从 2016 年 10 月 15 日起，一个投资者只能申请开立一个一码通账户；一个投资者在同一市场最多可以申请开立三个 A 股账户、封闭式基金账户，只能申请开立一个信用账户、B 股账户。

(二) 开户方式

开户方式主要有现场开户和手机开户两种。现场开户本人持自己的身份证到证券公司办理即可。下面重点介绍手机开户。

首先，投资者要用手机下载一个炒股软件，同时准备好二代身份证、一张银行卡。操作进入炒股系统，选择首页上的委托交易，选择“我要开户”选项，软件会自动下载一个开户软件。

其次，选择“证券公司→立即开户→我要开户”，输入手机号码，单击“获取验证码”按钮，待输入验证码后，单击“下一步”按钮，根据提示扫描身份证的正反面，上传照片，然后单击“下一步”按钮，核对弹出窗口个人信息的准确性，如有错误应改正，然后继续下一步，证券公司会要求投资者进行 20 秒左右的视频认证。如果在工作时间申请，审核会在当天 15: 00 之前回馈给投资者；如果在晚上申请，或者恰逢第二天是周末，那么要等到下个工作日才会审核并回馈给投资者。

审核通过后，投资者就可以拿着银行卡尽快办理三方存管业务，也可以用网银进行三方存管。

(三) 下单

目前投资者常见的下单方式有三种。

1. 电话下单

一般来说，投资者在开户时，证券公司营业部的工作人员会给投资者一张名片，上面有营业部的电话。当投资者要下单买卖时，只要打电话至营业部，告之相关信息，包括开户账户、股票名称、买或者卖、数量、价格，数量要以百股为单位（如我的账号为×××，要买进×××，数量为×××，价格为×××元）。

营业部工作人员得到这些信息后，便会帮投资者填写买进红单或者卖出蓝单，然后证券公司将信息输入与证券交易所联机的计算机，证券交易所计算机撮合买卖双方，回报证券公司成交信息。

下单之后，投资者可以打电话至营业部或利用证券公司提供的语音查询电话查询是否成交，成交价格为多少。

证券公司都会做电话录音，一旦有交易纠纷，可以调出电话记录进行对照，所以，只要投资者下单时没有说错，不用担心证券公司出错。

2. 计算机下单

通过计算机下单的投资者，可以在交易时间通过计算机登录交易网站，依据指示输入账号、密码，进入系统后，输入想买卖的股票名称、数量、价格，即可进行交易。

计算机下单是很多个人投资者和机构投资者的首选，其最大优势是操作方便。

3. 手机下单

手机炒股是基于移动通信网的数据传输功能利用无线应用炒股系统来实现信息查询和交易的。因手机易携带的特点，越来越多的投资者采用手机下单方式。

二、两种委托方式

竞价方式投资者下单报价时，有限价委托和市价委托两种选择。

（一）限价委托

1. 定义

限价委托即限价定单。证券交易所撮合交易时，依据时间优先、价格优先原则，即先输入委托单者先成交，若同时输入，则市价委托优先于限价委托。限价委托指投资者对于证券经纪人的买卖委托中设有低于市场价格的买进价格，或高于市场价格的卖出价格的指示，当市场价格达到其设定的价格时成交，即经纪人只会在投资者委托的价格限制内进行交易。

例如，投资者希望在10元/股买进A公司的股票，而现行价格是13元/股，则即使股价跌到10.125元/股，证券经纪人也不会执行此项委托。反之，如果投资者希望在13元/股出售该股票，而现行价格是10元/股，则证券经纪人一定会等到股价到达13元/股时才会进场买卖。因限价委托有时会产生相当大的利润，所以投机者冒着其设定的价格水准可能不会达到而无法成交的风险使用该种订单委托。

2. 限价委托策略

采用限价委托策略，最重要的是合理确定限定价格。例如，在买进证券时，如果限价过高，就起不到限价的作用；如果限价过低，则难以成交而坐失购入良机。一般来讲，委托的价格是以现行市场价格为基础并根据市场短期走势来灵活确定的。我国的沪深证券交易所都采取了限价委托方式。

3. 限价委托策略的优缺点

（1）限价委托策略的优点：投资者可以低于市场价格的价格买进证券或以高于市场价格的价格卖出证券，从而获得较大利润。

（2）限价委托的缺点：当限价与市场价格出现偏离时，容易出现无法成交的结果。即使限价和市场价格持平，但若同时有市价委托出现，则市价委托会优先成交，从而容易降低成交率。

（二）市价委托

1. 定义

市价委托指投资者对委托证券公司成交的股票价格没有限制条件，只要求立即按当前的市场价格成交。

2. 市价委托策略

例如，“我的账号为12345，要买进深发展100股，市价买进”，代表投资者愿意不惜代价买进深发展股票，在这种情况下，成交价格为多少只看当时的行情走势。

不过，由于中国股票市场有涨跌停的限制，一只股票再怎么抢手，当天也只能涨10%，然后锁涨停；一只股票再怎么被嫌弃，一天也只能跌10%。因此，这里所谓的“不惜代价”还是在涨跌停的范围内，挂市价买，最高只可能买到涨停价；挂市价卖，最低只可能卖到跌停价。

3. 市价委托的优缺点

（1）市价委托的优点：没有价格上限，证券公司执行委托指令比较容易，成交迅速并且成交率高。当投资者为了避免因股价波动剧烈而受到巨大损失或急于成交时，常常采用这种方式。

（2）市价委托的缺点：只有在委托执行后才知道实际的执行价格。尽管证券公司有义务以最有利的价格为投资者买进或卖出股票，但成交价格优势会不尽如人意，特别是当市场上市价委托买入多而卖出少时，卖出报价会较高；而市价委托买入少而卖出多时，买入报价会较低。

由于市价委托较限价委托享有优先成交权，因此若投资者对买卖某股票执着，则应采用市价委托。

除了交易时间内的委托，也可以进行夜市委托。夜市委托也叫隔夜委托，即第一个交易日晚上规定时间之后就可以进行第二交易日的委托，委托会暂存在证券公司系统内，在第二天早上9:15报送到证券交易所主机，故证券交易所只能到9:15才开始接受委托单。

隔夜委托要确定第二天是交易日实行才会有效，如星期五晚上的委托就是无效的，投资者可以在星期日的晚上进行委托，到星期一的早上就可以参加集合竞价。

三、两种竞价方式

竞价交易是指在交易市场的组织下，买方或卖方通过交易市场现货竞价交易系统，将可供需商品的品牌、规格等主要属性和交货地点、交货时间、数量、底价等信息对外发布要约，由符合资格的对手方自主加价或减价，按照价格优先的原则，在规定时间内以最高买价或最低卖价成交并通过交易市场签订电子购销合同，按合同约定进行实物交收的交易方式。2016年5月9日起，深圳证券交易所交易主机9:25—9:30不再接受竞价交易申报，包括买卖申报和撤销申报。

（一）集合竞价

1. 定义

所谓集合竞价，就是在当天还没有成交价时，将要入市的投资者可根据前一天的收盘价和对当日股票市场的预测来输入股价，对于输入计算机主机的买卖下单根据价格优先、时间优先的原则计算各价位的成交量，最后以最大成交量的价格作为集合竞价的成交价，这个集合竞价的成交价就是该股的开盘价，而这个过程被称为集合竞价。

开放式集合竞价是指在集合竞价期间，即时行情实时揭示集合竞价参考价格等信息的集合竞价方式。新交易规则中，根据交易时间不同，开放式集合竞价分为开盘开放式集合竞价和收盘开放式集合竞价两种。

2. 成交原则

集合竞价时，成交价格的确定原则如下。

（1）可实现最大成交量的价格。

（2）高于该价格的买入申报与低于该价格的卖出申报全部成交的价格。

（3）与该价格相同的买方或卖方至少有一方全部成交的价格。两个以上申报价格符合上述条件的，使未成交量最小的申报价格为成交价格；仍有两个以上使未成交量最小的申报价格符合上述条件的，其中间价为成交价格。集合竞价的所有交易以同一价格成交。

3. 成交价的产生

集合竞价的成交价的产生：所有申报价格中能够实现最大成交量的价格定为成交价，所有符合条件的申报委托依此价格成交，并提示出来成为开盘价。

集合竞价过程中同样依照价格优先、时间优先的原则来成交。如果申报价格相同，那么先申报，先成交。申报买卖手数的大小不是竞价成交依照的原则。所以有些投资者认为“庄家申报手数大，他可以先成交，而中小散户申报的手数小，不能成交”的看法是没有根据的。

有的投资者遇到过这种情况：有几次申报，价格符合开盘价的条件，时间符合集合竞价的条件，但都无法成交。这时，可检查一下是否存在这种可能：在集合竞价中，如果价格相同，但申买委托只有 50 手，而申卖委托却有 100 手，那么，按时间优先原则，排在后面的 50 手申卖委托，在集合竞价时间里是无法成交的，而只能参加连续竞价。

4. 集合竞介的时间

沪深证券交易所 9: 15—9: 25 和 14: 57—15: 00 进行集合竞价。

（二）连续竞价

连续竞价是指对申报的每一笔买卖委托，由计算机交易系统按照以下两种情况产生成交价：最高买进申报价格与最低卖出申报价格相同，则该价格即为成交价格；买入申报价格高于卖出申报价格时，申报在先的价格即为成交价格。

沪深证券交易所 9: 30—11: 30 和 13: 00—14: 57 为连续竞价时间，大宗交易时间延长至 15: 30。

（三）申报与撤单规定

1. 申报时间

交易所除9: 25—9: 30和11: 30—13: 00不接受申报外，交易时间内其他时间均可接受申报。

2. 撤单规定

9: 20—9: 25和14: 57—15: 00两个时间段内不允许撤单。

四、证券交易详细规则

（一）交易时间

周一至周五（法定节假日除外），9: 30—11: 30，13: 00—15: 00。

（二）竞价成交

（1）竞价原则：价格优先、时间优先。价格较高的买进委托优先于价格较低的买进委托，价格较低的卖出委托优先于价格较高的卖出委托；同价位委托，则按时间顺序优先。

（2）竞价方式：9: 15—9: 25、14: 57—15: 00进行集合竞价（集中一次处理全部有效委托）；9: 30—11: 30、13: 00—14: 57进行连续竞价（逐笔处理有效委托）。

（三）交易单位

（1）A股的交易单位为“股”，100股＝1手，委托买入数量必须为100股或其整数倍；而新三板最低报价单位是1 000股，即委托买入数量必须为1 000股或其整数倍。

（2）基金的交易单位为“份”，100份＝1手，委托买入数量必须为100份或其整数倍。

（3）国债现券和可转换债券的交易单位为“手”，1 000元面额＝1手，委托买入数量必须为1手或其整数倍。

（4）当委托数量不能全部成交或分红送股时可能出现零股（不足1手的为零股）时，只能委托卖出零股，不能委托买入零股。

（四）报价单位

股票以“股”为报价单位。

交易委托价格最小变动单位：A股、基金、债券为人民币0.01元；深市B股为港币0.01元；沪市B股为美元0.001元；上海债券回购为人民币0.005元。

（五）涨跌幅限制

在一个交易日内，每支证券的交易价格相对上一个交易日收市价的涨跌度一般不得超过10%，超过涨跌限价的委托为无效委托。

（六）ST 股票

在股票名称前冠以“ST”字样的股票，表示该上市公司最近两年连续亏损，或亏损一年，但净资产跌破面值、公司经营过程中出现重大违法行为等情况之一，交易所对该公司股票交易进行特别处理，股票交易日涨跌幅一般限制在 5%。

（七）委托撤单

在委托未成交之前，投资者可以撤销委托。

（八）T＋1 交收

“T”表示交易当天，“T＋1”表示交易日当天的第二天。“T＋1”交易制度指投资者当天买入的证券不能在当天卖出，需待第二天进行自动交割过户后方可卖出（债券当天允许“T＋0”回转交易）。

资金使用上，当天卖出股票的资金回到投资者账户上可以用来买入股票，但不能当天提取，必须到交收后才能提款（A 股为 T＋1 交收，B 股为 T＋3 交收）。

五、费用结算

交易手续费是指投资者在委托买卖证券时应支付的各种税收和费用的总和，通常包括印花税、佣金、过户费、其他费用等。投资者可以通过查询交割单了解自己的交易费用。

印花税税率目前为 1‰，在卖出股票时征收。其他费用合计在万分之四左右，具体标准由投资者与证券公司商议后确定。

六、新三板挂牌公司交易方法

（一）开户条件

参与挂牌公司股份转让业务的投资者，应当具备相应的风险识别和承担能力，可以是下列投资者。

1. 机构投资者

（1）注册资本人民币 500 万元以上的法人机构。

（2）实缴出资总额人民币 500 万元以上的合伙企业。

2. 各类金融产品

集合信托计划、证券投资基金、银行理财产品、证券公司资产管理计划，以及由金融机构或者相关监管部门认可的其他机构管理的金融产品或资产。

3. 自然人投资者

自然人投资者需同时满足以下条件。

（1）客户本人名下前一交易日日终证券类资产市值在人民币 500 万元以上。证券类资

产包括客户交易结算资金、在沪深证券交易所和全国中小企业股份转让系统挂牌的股票、基金、债券、证券公司集合理财产品等，不包括客户信用证券账户资产。

（2）客户具有两年以上证券投资经验，或具有会计、金融、投资、财经等相关专业背景或培训经历。

4. 其他投资者（受限投资者）

公司挂牌前的股东、通过定向发行持有公司股份的股东、在《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理细则（试行）》发布前已经参与挂牌公司股票买卖的客户等，如不符合参与挂牌公司股票公开转让条件，只能买卖其持有或曾持有的挂牌公司股票，开通权限时需提供持有或曾持有的挂牌公司股票凭证。

概括起来如下。

如果是个人名义参与，需要有人民币 500 万元金融资产放在股票账户验资 2～3 天。

如果是以合伙企业名义参与，需要有人民币 500 万元实缴资本。

如果是其他企业或者有限责任公司，需要注册资本不低于人民币 500 万元。

证券公司开通新三板权限基本上是 2～3 个工作日。投资者需要向其开户的证券公司提出权限申请，并填写相关表格。

权限申请完成之后，投资者即可在二级市场买卖新三板挂牌公司的股票，也可以参与三板的定向增发。

（二）二级市场买卖新三板股票交易规则

1. 交易时间

每周一至周五 9：15—11：30，13：00—15：00，遇法定节假日和全国中小企业股份转让系统公司公告的休市日，全国中小企业股份转让系统休市。

2. 买卖股票的申报数量

申报数量应当为 1 000 股或其整数倍；卖出股票时，余额不足 1 000 股部分，应当一次性申报卖出；股票转让单笔申报最大数量不得超过 100 万股。

3. 股价变动单位

股票转让的计价单位为“每股价格”，转让申报价格最小变动单位为人民币 0.01 元。

4. 股票交收

投资者为 T+1 交收，做市商为 T+0 交收。

七、新股申购

（一）申购新股流程

1. 申购提示

申购只在当日有效，称 T 日。

每个证券账户只能申购一次，不允许重复、反复申购（投资基金除外）。申购价格即上网发行价。每个证券账户的申购下限为 1 000 股，申购数量须是 1 000 的整数倍，上限一般为发行社会公众股的 1‰。

2. 申购之后配号及中签的程序

T+1 工作日：领取申购交割单。

T+3 工作日：公布中签率，领取配号交割单。交割单上“成交编号”一栏显示所得配号的首号，按照所得配号的数量往下累加。

T+4 工作日：公布中签结果，领取交割单。

3. 中签查询

中签查询的方式有两种：在 T+4 工作日，客户可以通过电话委托或自助委托查询“证券余额”，如果有此申购段标余额提示，则表明中签；客户也可以通过打印交割单来确认自己是否中签，中签的客户 T+4 工作日打印的交割单除一张卖单外，还存在一张买单（即买入新股交割单），买单上显示的“成交数量”即为中签数量，而没有中签的客户则无此买单。

（二）配售新股流程

1. 基本规则

市值的计算：按“招股说明书概要”刊登前一交易日收盘价计算的上市流通 A 股、证券投资基金可转换债券市值的总和。其中，上海、深圳分别计算市值。投资者每持有上市流通市值 10 000 元限申购新股 1 000 股，申购新股的数量应为 1 000 股的整数倍，投资者持有上市流通证券市值不足 10 000 元的部分，不赋予申购权。每一股票账户最高申购量不得超过发行公司公开发行总量的 1‰；每一股票账户只能申购一次，重复的申购视为无效申购。投资者申购新股时，无需预先缴纳申购款，但申购一经确认，不得撤销。

投资者可以使用其所持的账户在申购日申购发行的新股，申购时间：深市 T 日 9: 15—11: 30，13: 00—15: 00；沪市 T 日 9: 30—11: 30，13: 00—15: 00。

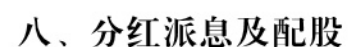
2. 操作流程

T 日（一般为星期六）申购，投资者办理入配售代码，配售价格，配售数量（其中沪市配售数量按系统提示输入，深市配售数量可输入申购上限，对于超额申购部分，交易所主机将自动予以剔除）。

T+1 工作日公布配号，交割单上“成交编号”一栏显示所得配号的首号，按照实际可申购的数量往下累加，“成交数量”一栏显示实际申购的数量。T+2 工作日公布中签结果，中签的投资者可以打印出有“配售中签”字样的交割单。投资者当日应在账户内留足申购款。

3. 中签查询

中签查询即直接核对自己的号码是否与中签号相符。



八、分红派息及配股

1. 分红派息

分红派息是指上市公司向其股东派发红利和股息。沪深证券交易所上市公司分红派息的方式有送红股、派现金息、转增红股。投资者应清楚了解上市公司在中国证监会指定报纸和网站上刊登的分红派息公告书。

投资者领取深沪证券交易所上市公司红股、股息无须到证券部办理任何手续，只要在股权登记日当日收市时仍持有该种股票，就享有分红派息的权利。送红股、转增红股和现金派息都会自动转入投资者的证券账户。

所分红股在红股上市日到达投资者账户，所派股息需上市公司划款到账后方可自动转入投资者资金账户。

2. 配股缴款

投资者须清楚了解上市公司的配股说明书。投资者在配股股权登记日收市时持有该种股票，则自动享有配股权利，无须办理登记手续。但在配股缴款期间，投资者必须办理缴款手续，否则缴款期满后配股权自动作废。

投资者可通过电话、网上交易系统等进行认购，委托方式与委托买卖股票相同，配股款从资金账户扣除。

（1）深市配股操作方式：买入配股代码 080＊＊＊（即将原股票代码第二位数字改成“8”）。

（2）沪市配股操作方式：卖出配股代码 700＊＊＊（即将原股票代码第一位数字改成“7”）。

配股认购委托下单后一定要查询是否成交及资金是否扣除，以确认缴款是否成功。配股股票在配股流通上市日自动划入证券账户。

3. 除权除息

股权登记日是确定投资者享有某种股票分红派息及配股权利的日期。投资者在股权登记日后的第一天购入的股票不再享有此次分红派息及配股的权利。但投资者在股权登记日当天购入股票，第二天抛出股票，仍然享有分红派息及配股的权利。

在沪市行情显示中，某股票在除权当天其证券名称前标记“XR”表示该股除权，标记“XD”表示除息，标记“DR”表示除权除息。

注意事项：深市配股缴款期间，配股权证不能转托管。

九、融资融券

融资融券（Securities Margin Trading）又称证券信用交易或保证金交易，是指投资者向具有融资融券业务资格的证券公司提供担保物，借入资金买入证券（融资交易）或借入证券并卖出（融券交易）的行为，包括证券公司对投资者的融资、融券和金融机构对证券公司的融资、融券。从世界范围来看，融资融券制度是一项基本的信用交易制度。2010 年 3

月 30 日，沪深证券交易所发布公告，表示将于 2010 年 3 月 31 日起正式开通融资融券交易系统，开始接受试点会员融资融券交易申报，融资融券业务正式启动。

融资：认为某支股票价格低估，可借证券公司手中的资金买入股票，等价格高时，抛出股票变现还资金给证券公司。

融券：认为某支股票价格高估，可借证券公司手中的股票卖出，等价格低时，买进股票还给证券公司。

说得通俗一点，融资融券是两个方面的。先说融资，比如投资者有 100 万元的资金，在股票市场可以找证券公司最多融资 50%，也就是 50 万元，那么投资者就有 150 万元的资金来炒股，这样钱就相当于变多了，等于放大倍数的炒股，但收益和风险同时变大。当然这个借过来的 50 万元是有利息的，故一般看涨情况下使用。再说融券，投资者支付一定数额的保证金，可以从开户的证券公司借来股票（投资者所在的证券公司要有这样融券的标的股票才行），在一定时间内投资者买回这只股票还回证券公司即可，一般是看跌情况下使用。比如投资者以现价 10 元/股从证券公司借一只股票 1 000 股，过了一天这只股票跌停，现价为 9 元/股，投资者此时购买这只股票还给证券公司，那么投资者每股赚了 1 元。

融资融券操作步骤如下。

（1）在证券公司开通融资融券业务。

（2）购买国家指定的可以做融资融券的股票。

十、获取股票信息的主要渠道

1. 上海证券交易所（www.sse.com.cn）

上海证券交易所是中国内地两所证券交易所之一，位于上海市浦东新区。上海证券交易所创立于 1990 年 11 月 26 日，同年 12 月 19 日开始正式营业。

2. 深圳证券交易所（www.szse.cn）

深圳证券交易所成立于 1990 年 12 月 1 日，1991 年 7 月 3 日开始正式营业。深圳证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施，组织和监督证券交易，履行国家有关法律、法规、规章、政策规定的职责，实行自律管理的法人。

3. 全国中小企业股份转让系统（www.neeq.com.cn）

全国中小企业股份转让系统是经国务院批准设立的全国性证券交易场所，全国中小企业股份转让系统有限责任公司为其运营管理机构。

4. 其他网站

如东方财富网（www.eastmoney.com）、巨潮资讯网（www.cninfo.com.cn）等。

上市公司披露的决策、公告、年报等，投资者都可以在相关网站获得。投资者在查询信息时切勿听信谣言、“小道消息”，而应理性地做出判断，通过官方渠道查询信息，否则很容易落入他人的圈套。



本 章 小 结

1. 股票是资本主义国家企业筹资的重要渠道和方式，也是投资者投资的基本选择方式。一般企业的上市方式有两种：首次公开发行上市与买壳上市。股票的发展，总的来说，对经济发展起到了积极的作用。

2. 股票的六个特性：收益性、价格波动性和风险性、流动性、不可偿还性、责权性、股份的伸缩性。影响股价的八个因素：经济周期、财政政策、利率变动、汇率变动、物价变动、通货膨胀、政治因素和人为操纵。股票的六种分类方式：按股票上市地区分类、按股票持有者分类、按股东权利分类、按票面形式分类、按享有投票权益分类和按代码分类。

3. 现在最常用的股票下单方式是计算机下单和手机下单。股票有两种委托方式：限价委托和市价委托。股票有两种竞价方式：集合竞价和连续竞价。股票的交易规则并非一成不变，有共性也有个性，要注意辨识，新三板的交易模式就十分特殊。

4. 股票的新股申购为股民提供了额外的获取收益的途径。股票的分红派息是指上市公司向其股东派发红利和股息。融资融券是指投资者向具有融资融券业务资格的证券公司提供担保物，借入资金买入证券（融资交易）或借入证券并卖出（融券交易）的行为。

5. 大部分股票的公开信息都可以通过网络获取。值得注意的是，投资者在查询信息时不要听信谣言、随意跟风，要留意信息的来源及真实性。

问题与应用

1. 如何理解股票的来源？
2. 股票有哪些特性？
3. 股票是如何进行交易的？试着自己开户，了解股票的操作流程。
4. 请简单叙述新股申购的流程及股票分红派息和融资融券的概念。
5. 登录几个发布股票信息的权威网站，试试能寻找到什么信息。

第三章　股票的选择

学习目标

1. 正确评估股票价值。
2. 读懂财务报表。
3. 能识别财务造假。

内容预览

对于一般投资者而言，证券投资的第一步是选择证券。以股票为例，在沪深证券交易所挂牌上市的股票数量已近 4 000 只，在全国中小企业股份转化系统挂牌上市的股票数量更是已超过 11 000 只。学会从众多股票中选出“心仪”的股票，显得尤为重要。

选股的意义并不是选出未来一个月内涨停板最多的股票，而是选出有上涨动力的股票，以及剔除不值得投资的股票，从而减少投资者在证券投资中可能会遇到的弯路，降低投资者的风险。从我国市场的实际情况出发，学会选择股票，投资者至少需要具备三种技能：①正确评估股票价值；②读懂财务报表；③能识别财务造假。本章将从这三点出发，通过一系列股票市场的案例，为读者讲解这三种技能，确保读者在学完本章后，能学会从众多股票中找出具有投资价值的少数股票，从而开启证券投资的第一步。

第一节　股票价值评估

一、宏观经济及产业分析

（一）进行宏观经济及产业分析的原因

投资者从股票市场获利的方式有两种：一是股利分红；二是股价上涨。首先请读者做两道简单的判断题。①A 公司预计盈利且利润增速超越 CPI（Consumer Price Index，居民消费价格指数），你是否愿意持有 A 公司的股票？②B 公司预计亏损，你是否愿意持有 B 公司的股票？答案显而易见。

接下来再对这两道判断题进行简单的分析。

A 公司预计盈利且利润增速超越 CPI，可以确定实际股利分红（即扣除 CPI 后的股利分红的实际购买力）预计上涨。同时，投资者对于 A 公司股票的需求上升（即投资者愿意持有更多 A 公司的股票）。假设 A 公司股票的总股本不发生变化，那么 A 公司的股价必然上涨。投资者购买 A 公司股票可以从股利分红和股价上涨中获利。

同理，B 公司预计亏损，可以确定股利分红为 0。同时，投资者对于 B 公司股票的需求下跌（即投资者愿意持有更少 B 公司的股票）。假设 B 公司股票的总股本不发生变化，那么 B 公司的股价必然下跌。投资者购买 B 公司股票无法从股利分红中获利，同时将因股价下跌受损。

当然，股票市场的实际情况远比上述情况复杂得多，但从这两个简单的例子中可以看出，上市公司的盈利能力对于选择股票具有重要的参考价值。影响上市公司盈利能力的因素很多，而其中普通投资者能够关注的重要因素就是宏观经济分析与产业分析。

（二）宏观经济分析

1. 全球经济影响

对公司前景的分析必须从全球经济入手。全球经济状况可能会影响公司的出口前景、来自竞争者的价格竞争或者公司对外投资的利润。其中主要的风险为政治风险及政治问题，主要包括贸易保护主义、贸易政策、资本的自由流动和一国劳动力资源状况，还有汇率等其他风险。

2. GDP 与证券市场

GDP（Gross Domestic Product，国内生产总值）衡量的是一个国家或地区在一段时期内所生产的最终商品和劳务的市场价值。GDP 是衡量一个国家或地区总体经济状况的重要指标，而证券市场（包括股票市场）则是经济体经济状况的外在表现形式。根据 GDP 的表现，投资者可以对股市的总体走向做出判断。

（1）良好的 GDP 表现。良好的 GDP 表现会提高投资者的投资积极性，使得证券投资的需求增加，促使证券价格上涨。同时，良好的 GDP 表现通常意味着总需求的增长，上市公司的利润也应相应增长，股息和红利也随之增长，经营环境随之改善，促使证券价格上涨。此外，GDP 的良好表现也预示着国民收入的增长，证券投资的需求也将相应增长，从而促使证券价格上涨，此时投资者将会大幅买入证券。

属于 GDP 表现良好的情况如下。

① GDP 持续、稳定、高速增长。

② GDP 负增长速度减缓并有正增长的趋势。

③ GDP 由低速增长向高速增长转变。

④ 宏观调控下的 GDP 减速增长（即政府采取宏观调控手段，人为降低不正常的 GDP 高速增长以维持经济的稳定增长）。

（2）不良的 GDP 表现。与良好的 GDP 表现时的情况相对应，不良的 GDP 表现将大大降低投资者的投资积极性，同时暗示国民收入下降，证券投资需求大大下降，证券价格将大幅下跌。另外，总需求的下滑使得上市公司利润大幅下滑，股利减少，证券价格大幅下跌，此时投资者将会争相抛售手中的证券。

属于 GDP 表现不良的情况如下。

① GDP 持续负增长且没有正增长的趋势。

② GDP 由高速增长转向低速增长。

③ 高通货膨胀率下的 GDP 增长，即名义 GDP 正常增长但实际 GDP（即名义 GDP 的

增长率扣除通货膨胀率后的增长率）为负。

投资者需要注意的是，证券市场一般会提前对 GDP 做出反应，即当投资者预期 GDP 表现良好时，证券市场表现也良好；投资者预期 GDP 表现不良时，证券市场表现也不佳。因此，若出现 GDP 数据公布且表现良好并达到市场预期，但市场在当天表现一般甚至不佳也属正常，因为投资者早已对 GDP 数据有了预期，并在该预期下进行投资决策，市场状况已被调整为预期 GDP 的状况。

3. 经济周期与证券市场

经济学家们通过对过去经济形势的总结发现，现实世界的经济状况具有一定的周期性。经济周期的分类是多种多样的，通常将一个经济周期分为繁荣、衰退、萧条和复苏四个阶段，并且每个阶段对应的证券市场表现都不同。

经济繁荣时，人们对未来持有看涨预期，企业经营状况良好，股利增加，证券投资需求上升，证券价格上涨；经济衰退时，人们对未来持看跌预期，企业利润下滑，股利减少，证券投资需求下降，证券价格下跌；经济萧条时，证券市场大大丧失交易积极性，此时证券价格已经处于谷底；经济复苏时，人们对未来充满信心，企业经营状况好转，股利增加，证券市场重新活跃起来，证券价格也将快速上涨。

需要注意的是，经济周期对不同产业的影响是不同的。钢铁行业、能源行业等非生活必需品的相关行业受经济周期影响较大；公共事业行业、食品行业等生活必需品相关行业受经济周期影响较小。其内在的经济逻辑是经济萧条时，人们可以减少购买甚至不购买非生活必需品，但依然需要购买生活必需品。比如，即便是经济危机，人们依然需要吃饭，我国的北方家庭仍然需要暖气。

4. 通货膨胀与证券市场

通货膨胀对证券市场的影响比较复杂。通货膨胀加大了企业未来经营状况的不确定性，产生经济影响，同时也会产生社会影响并对投资者的心理预期产生影响，从而对证券市场从多方面产生影响。这里简单将通货膨胀分为如下两类。

（1）温和的通货膨胀。温和的通货膨胀是指通货膨胀率较低、可预测且可控、人们对货币购买力十分信任的情况。在目前的经济理论中，温和的通货膨胀对经济发展是有好处的。因此，温和的通货膨胀情况下，证券价格不会有剧烈、不正常的波动，此时通货膨胀对证券价格影响较小。

（2）恶性的通货膨胀。恶性的通货膨胀是指通货膨胀率极高、难以预测且不可控、人们对货币购买力失去信心的情况。在这种状况下，投资者不会倾向于持有高风险的证券资产，反而会卖出手中的证券资产，购进避险资产（如黄金、外汇等）。此时证券市场必然大大受挫，证券价格随之大跌。

需要注意的是，在通货膨胀的初期，由于物价上涨，企业加大生产，利润增加，短期内证券价格将上涨。但从长期来看，恶性的通货膨胀导致的企业成本增加和高价格导致的需求下降会影响企业利润，从而使得证券价格下跌。另外，政府对通货膨胀的调控也会影响证券市场。例如，通货膨胀率较高时，政府若采取紧缩性的政策应对，收缩政府投资，可能导致部分企业利润严重下滑甚至倒闭，证券价格将大跌。

5. 利率与证券市场

利率代表着企业借款的成本，是企业最关注的指标之一。作为证券市场的投资者应当明白，利率对证券市场有很大的影响，并且该影响是直接而迅速的。

当利率上升时，企业借款成本上升，投资者进行证券投资的机会成本上升，储蓄的收益上升，这都意味着证券价格的下跌。

当利率下降时，企业借款成本下降，投资者进行证券投资的机会成本下降，储蓄的收益下降，必然会使证券价格上涨。

6. 汇率与证券市场

汇率是指一种货币兑换另一种货币的比率。国际化程度越高的证券市场受汇率影响越大。某国币值大幅波动时，国际投资者对该国货币失去信心，因而会导致资本外流，引起证券价格下跌。相应的，某国币值极其稳定时，国际投资者对该国货币很有信心，从而使得资本流入，引起证券价格上涨。2016 年 6 月 24 日，英国脱欧公投结果揭晓，当日英镑对美元汇率下降 8.85%，富时 100 指数（成分股为在伦敦证券交易所上市的最大的 100 家公司股票）下跌 3.15%，6 月 27 日（24 日后的第二个交易日）英镑对美元汇率继续下降 3.3%，富时 100 指数则下跌 2.55%。

7. 财政政策与证券市场

财政政策是指政府变动税收和支出以便影响总需求，进而影响就业和国民收入的政策。变动税收包括税率和税率结构的调整。变动支出包括政府对商品与劳务的购买及转移支付的调整。财政政策通常分为扩张性的财政政策和紧缩性的财政政策。若将政府简单考虑成一个企业，一个国家的公民都是该企业的员工，其他所有企业都与这个企业有经济来往时，财政政策对证券市场的影响就显而易见了。

（1）扩张性的财政政策。扩张性的财政政策包括发行国债、降低税收和增加政府支出。如果把政府看作一个企业，发行国债是企业为了经营进行筹资；降低税收意味着员工收入增加，同时其他企业利润上升；增加政府支出意味着员工获得的其他收入增加，其他企业卖出更多产品，获得更多利润。这时其他企业利润上升，股利增加，证券投资需求增加，证券价格因此上涨。

（2）紧缩性的财政政策。紧缩性的财政政策包括减少国债、增加税收和减少政府支出。如果把政府看作一个企业，减少国债是企业收缩负债并减少资产；增加税收意味着员工收入下降，其他企业利润下滑；减少政府支出意味着员工获得的其他收入减少，其他企业卖出更少产品，获得更少利润。这时其他企业利润下滑，股利下降，证券投资需求减少，证券价格因此下跌。

8. 货币政策与证券市场

货币政策指中央银行（或行使中央银行职能的机构）为实现某种经济目标而实施的各种控制和调节货币供应量或信用量的行为。货币政策包括信贷政策、利率政策和外汇政策。货币政策往往和财政政策相辅相成，共同发挥作用以实现经济目标，因此也可分为扩张性的货币政策和紧缩性的货币政策。

（1）扩张性的货币政策。当经济萧条，商品无人问津，供给过度，社会总供给大于社会总需求时，中央银行采取扩张性的货币政策以稳定经济。扩张性的货币政策包括增加货币供应量、降低利率、放松信贷控制。此时企业借款成本下降，投资者进行证券投资的机会成本下降，因而证券价格上涨。

（2）紧缩性的货币政策。当经济过热，商品价格上涨，需求过度，社会总需求大于社会总供给时，中央银行采取紧缩性的货币政策以稳定经济。紧缩性的货币政策包括减少货币供应量、提高利率、加强信贷控制。此时企业借款成本上升，投资者进行证券投资的机会成本增加，因而证券价格下跌。

9. 失业率与证券市场

失业率是指正在寻找工作的劳动力占总劳动力的比例，衡量的是劳动力的闲置状况，可分为周期性失业率、自然失业率和隐蔽性失业率。通过周期性失业率原理，投资者可以对经济周期做出大致的判断，从而影响投资者对证券市场的预期。当失业率持续上升时，经济可能正在衰退；当失业率稳定但较高时，经济处于萧条阶段；当失业率持续下降时，经济可能正在复苏；当失业率稳定且较低时，经济处于繁荣阶段。经济繁荣阶段的失业率，即自然失业率，是投资者评判经济周期的基础。而隐蔽性失业率难以观察，但是隐蔽性失业的存在也为经济复苏时期总产出的急速恢复提供了理论支撑和信心保证。

（三）产业分析

1. 产业的含义及分类

产业是指具有同类属性的经济活动的集合，各行业的收益率各不相同。比如农业，所有归属于农业的经济活动都具有利用动植物的生长、发育规律，通过人工培育来获得产品的特点。产业不局限于生产物质性产品的经济活动，服务、广电媒体等也在产业的描述范围之内，因而也有服务业、广播电视产业等存在。产业是一个处于宏观经济与微观经济之间的概念，既是生产具有同质性的产品或服务及其可替代品或可替代服务的企业的集合，又是国民经济可按照一定的标准进行辨认的一部分。相比宏观经济，产业更具有个性，对产业的分析也更具备投资参考的价值。

需要注意的是，我国证券市场的分类方法中目前应用最广泛，投资者在各种行情软件上最常看见的有行业分类和板块分类两种。其中行业分类是根据上市公司主营业务的营业范围进行划分。中国证监会为规范上市公司的行业划分，于2012年发布修订版《上市公司行业分类指引》，其中包含了19个行业门类和90个行业大类。板块分类则是基于我国证券市场特有的板块效应进行的分类。板块分类没有统一的标准，可以按照地域分类，如浦东板块、深圳板块等；也可以按照行业进行划分，如保险板块、银行板块等；甚至一个概念都可以自成板块，如一带一路板块、雄安新区板块等。概念板块的出现是市场炒作的结果，只要一个名称能进行炒作，就能形成一个板块。

产业分析的一种形式就是行业研究，目前我国产业分析结果的表现形式往往是一份行业研究报告。

2. 产业分析的作用

以行业研究为例，行业研究是指以产业为研究对象，研究产业内部各企业间的关系、

产业发展状况、产业间的相互影响情况及空间上的分布状况等。行业研究对投资者的作用如下。

（1）为投资者提供产业投资背景。产业是宏观经济的一部分，但是宏观经济分析中，投资者无法着眼于宏观经济的某一部分，这是宏观经济分析的局限性，也是产业分析存在的必要性。由于宏观经济中，其各个组成部分的发展速度并不一致，因此进行详细的产业分析，了解产业的一般特征、经营状况、发展前景、投资风险是很有必要的。

（2）为投资者确定投资重点。我国证券市场往往受到国家相关政策的影响，如一带一路政策、雄安新区政策等对市场都造成了巨大影响。投资者若进行产业分析，就可以通过政策文件了解到受益产业从而确定投资标的。比如一带一路政策对于我国的工业，尤其是其中的基础设施建设行业是巨大利好；雄安新区政策，对于河北省及其附近的所有产业都是一种利好。在有明确利好的指示下进行证券投资，回报率将有大幅上升。

（3）为投资者确定投资标的。在确定投资重点后，投资者往往可以将投资范围缩小至重点投资产业的龙头企业或者优秀的新企业。缩小投资范围后，投资者再结合财务指标等，便可真正确定自己的投资标的。

（4）为投资者提供投资预示。当一个新兴产业仍不成熟，处于亏损阶段时，虽然值得投资，但可能此时并不是投资的最佳时机。及时的产业分析则可以恰到好处地帮助投资者把握投资的时机，以获得最大程度的回报。

（5）为投资者提供退出提示。当投资者过去投资的一些企业所处的行业或产业不景气甚至走向没落时，产业分析为投资者提供了退出提示，警告投资者避免继续投资相关企业，以免遭受损失。此外，如果进行产业分析后，投资者发现了更值得投资的企业，也可以从当前投资的企业抽出资金进行投资，这也是产业分析对投资者的一种退出提示。

3. 产业生命周期及投资分析

与经济周期类似，产业也有生命周期。产业生命周期理论最早由美国哈佛大学教授弗农（Vernon）提出。产业生命周期理论指出，产业生命周期是每个产业都要经历的一个由成长到衰退的演变过程，是指从产业出现到完全退出社会经济活动所经历的时间，一般分为初创阶段、成长阶段、成熟阶段和衰退阶段四个阶段。

（1）初创阶段（较高发展速度）。在这一阶段，由于新产业刚刚诞生或初建不久，因此只有为数不多的投资者投资于这个产业。初创阶段的产业具有初始投资和产品的研发费用高、产品市场需求小、销售收入低的特征。因此这些新型产业的企业财务状况并不好，普遍亏损。同时，高成本和价格与较小的市场需求还使这些企业面临巨大的财务风险，在这一阶段无法得到足够财务支持或经营不善的企业往往会破产。但在这一阶段，发展势头最迅速的几家企业可能已经开始在股票市场进行融资，同时由于投资者对其有良好预期，其股票往往估值极高。在初创阶段后期，随着行业生产技术的提高、生产成本的降低和市场需求的扩大，新产业便逐步由高风险低收益的初创阶段转向高风险高收益的成长阶段。

（2）成长阶段（发展速度降低，但仍高于整体经济速度）。在这一阶段，一些拥有一定市场营销和财务力量的大企业逐渐主导市场，它们开始定期支付股利并扩大经营。新产业随大众需求增加繁荣起来，投资新产业者增加。大量发展势头良好的企业在此时往往会

通过股票市场进行融资，风险偏好的投资者在这一时期便可以进行投资。但在这一阶段，财务或技术不达标的企业则往往被淘汰或兼并。因此，这一时期企业发展固然迅速，但竞争风险也很大。在成长阶段的后期，市场上企业的数量在大幅下降之后慢慢稳定下来。由于市场需求基本饱和，产品的销售增长率减小，迅速赚取利润的机会减少，整个产业开始进入稳定期。

（3）成熟阶段（发展速度与整体经济一致）。在这一阶段，市场基本处于垄断竞争状态，该产业中每个企业都占有一定比例的市场份额。此时该产业的利润由于垄断竞争大大提高，同时风险较小。但由于缺少投资产业的资本，产业发展已经趋于困难状态，甚至当GDP下降时，产业损失大于GDP下降幅度。对于产业何时算进入成熟阶段没有统一的标准，但当投资者确认产业已处在成熟阶段时，就该开始考虑收回投资了。

（4）衰退阶段（发展速度低于整体经济中其他行业）。在这一阶段，由于新产业的发展和大量替代品的出现，旧产业的需求开始萎缩，一些企业开始转移资金。因而这一阶段旧产业企业数量将减少，企业利润将下降。至此，整个产业便进入了生命周期的最后阶段。当企业无法维持正常利润或现有投资折旧完毕后，整个产业便逐渐消亡了。

4. 行业对经济周期的敏感性

三个因素决定了公司收益对经济周期的敏感性。

第一个因素是销售额的敏感性。必需品对商业状况的敏感性较低，如大米、蔬菜。相反机械工具、钢铁、汽车和运输对经济高度敏感。

第二个因素是经营杠杆，指的是可变成本和固定成本的差异（可变成本是随着公司产量变化的成本，固定成本是不管产量多少都会发生的成本）。可变成本相对较高的企业对经济环境的敏感性较低。这是因为，当经济衰退时，这些公司的产量会随着销售量的下降而减少，从而成本降低。固定成本较高的公司，其利润额对销售额的敏感度较大，因为它的成本是固定的，不能抵消收入的变动。因此，固定成本高的公司，经营杠杆高，经济形势的任何轻微变动都会对其盈利能力产生巨大影响。

第三个因素是财务杠杆，是债务使用情况的反映。债务的利息支付情况与销售额无关，所以可以视为能够提高敏感性的固定成本。

5. 彼得林奇对公司的划分

（1）缓慢增长型公司。缓慢增长型公司通常是规模巨大且历史悠久的公司，公司增长速度要比国民生产总值稍快一些。既然盈利增长才能使公司股价上涨，那么把时间浪费在缓慢增长型的公司上有什么意义呢？但投资者为了获得稳定的股息或等待其由缓慢增长型公司变成困境反转型公司的除外。

（2）稳定增长型公司。稳定增长型公司通常也是庞然大物类型公司，但是公司利润的年增长率在10%～15%。投资稳定增长型公司股票是否能够取得可观的收益完全取决于买入时间是否合适和买入价格是否合理。通常情况下在买入稳定增长型公司股票后，如果股价上涨了30%～50%，那么就应当卖出了。如果能够连续几次成功地操作稳定增长型公司股票，收益也是十分可观的。

（3）快速增长型公司。快速增长型公司通常是那种规模小、新成立不久、成长性强、年平均增长率在20%～30%的公司。但是当增长速度放慢时，快速增长型公司就危险了。

因此投资者要寻找那些资产负债表良好而又有着实实在在的丰厚利润的快速增长的公司。投资快速增长型公司股票的诀窍是对公司增长期的准确预测及对公司潜在价值的合理估计。

(4) 周期型公司。周期型公司的股票并不是十分安全的。时机选择是投资周期型公司股票的关键，投资者想要从中获利就必须能够发现公司业务衰退或者繁荣的早期迹象。

(5) 困境反转型公司。困境反转型公司是指已经受到打击正处于一蹶不振的状态甚至要破产的公司。处于困境中的公司存在不能反转的情况，但是一旦反转就能够获取可观收益。困境反转型有"谁想到"类型、"问题没有想象的那么严重"类型、"破产母公司中含有经营良好的子公司"类型和"进行重整使股东价值最大化"类型。投资者作为个人想要从这类股票中获利比较困难。

(6) 隐蔽资产型公司。隐蔽资产型公司是指公司的实际资产被大多数投资者忽视或忽略的公司。隐蔽资产有很多种类型，如一大堆现金或者金属、石油、报纸、专利药品、电视台等。对于隐蔽资产型公司，投资者想获利需要的只是耐心。

需要说明的是，困境反转型公司和隐蔽资产型公司都是实际资产价值高于股价，资产价值被低估的公司。

二、影响 A 股股票估值的常见因素

(一) 举牌

由于我国股票市场以个人投资者为主，但个人投资者的平均投资水平较低，缺少应有的投资知识，在选择投资标的上倾向于跟风，因此当出现机构举牌现象时（一般认为是一种利好），个人投资者往往会大面积涌入被举牌方。

1. 举牌的定义

为保护中小投资者的利益，防止机构大户操纵股价，《证券法》规定，投资者持有一家上市公司已发行股份的 5% 或 5% 的整数倍（同时小于等于 30%）时，应在该事实发生之日起三日内，向国务院证券监督管理机构、证券交易所作书面报告，通知该上市公司并予以公告，并且履行有关法律规定的义务，业内称为"举牌"。2017 年 2—5 月上旬，A 股发生 34 起举牌事件，共涉及了 24 家上市公司。

2. 举牌对股价的影响

一般而言，举牌后，举牌者所持股份需要锁定六个月。一方面，举牌方的大幅买入行为本身就会促使股价上升；另一方面，虽然举牌方大幅买入了被举牌方的股票，但其他中小投资者不用担心举牌方所持有的股票会在六个月之内抛售，股价被人为压低的概率降低，投资风险降低。此外，出于保护举牌方股东利益的考虑，举牌方也不会选择回报率低的上市公司进行举牌，这一点影响了投资者的心理预期，使得投资者更愿意投资被举牌方的股票。特别情况下，少数大股东为争夺控制权可能会在二级市场频繁买入，频频举牌。所以举牌通常对被举牌方的股票是一种利好。一般而言，举牌当日，被举牌方股价将上涨。但事无绝对，投资者要谨慎考虑举牌方举牌的实际目的，如举牌方举牌的目的对被举

牌方的利益有所损害，那么被举牌方股价可能遭受重挫。此外，被举牌方的基本面也很重要，若被举牌方是ST股，那么投资者很难因此受益。举牌方的身份也是值得关注的，举牌方为保险和大产业资本时，对股价影响较大，举牌方有国有资产背景的，一般也会使股价更强势。

3. 举牌的时机

举牌事件常常发生在市场大跌或者至少被举牌方股价大跌之际。由于此时举牌方认为被举牌方的股票价值被低估，因此他们选择在股价低点选择买入举牌。值得注意的是，举牌方也只是市场上博弈的其中一方力量，举牌方认为的股价低点并不一定是其他投资者认为的股价低点。因此举牌方举牌时买入的股票数量并不多时，股价不上涨甚至继续下跌也属正常。但举牌方的大幅买入是必然促使股价上涨的，股价上涨与否与举牌方买入股票数量有关。举牌一般无法使股价逆势上涨，如果被举牌方股价正处于连续下跌状态，即使被举牌，被举牌方股价也可能仍然呈下跌趋势。

4. 被举牌方的常见特点

（1）所处行业整合预期明显。

（2）股权分散、大股东持股比例低。

（3）估值偏低，市盈率低于行业平均水平。

（4）总股本较小且无未解禁限售股。

（5）股息率总体不高。

（6）成长阶段股票较多。

（二）兼并重组

兼并重组在中国证券市场也常常发生，其对于股价也有一定的影响，在第四章将有详细介绍，本章只是简单提及，希望读者能有一个初步的认识。

1. 兼并重组的定义

兼并重组包括企业兼并与企业重组两重含义。其中，企业兼并是指以现金买下被兼并企业或以承担被兼并企业的所有负债为代价，取得被兼并企业的所有权的一种经济行为。企业重组则是指企业计划进行的将显著改变企业组织形式、经营范围或经营方式的行为。

2. 兼并重组对股价的影响

从企业角度考虑，兼并重组对企业的常见好处如下：①得到资金；②提高效率，降低营运成本；③扩大市场份额，提升行业地位；④分拆业务以上市。对此，企业的利润与净资产回报率预期上升，股价也将上涨。在我国市场的实际情况是，在上市公司发布公告将要进行兼并重组前，已有部分投资者因为种种原因得知或预期该上市公司将进行兼并重组，从而大量买入股票，推高了股价。之后上市公司停牌，停牌期间股票停止交易。待兼并重组结束后，股票重新开放交易。若兼并重组成功，股价将大幅上涨，前期买入的投资者获得巨额收益；若兼并重组失败，股价将下跌，前期买入的投资者蒙受损失。目前随着

市场监管的日益加强，兼并重组的成功率在不断下降，一些投机性的兼并重组的成功率极低，因此投资者在选择有兼并重组预期的公司股票时也要慎重，应看清兼并重组的实质，以免遭受不必要的损失。

（三）卖壳

在A股市场，有一些股票负资产负收益，市场估值却仍能高达20亿元以上，这不是市场的疯狂行为，而是壳资源的价值。

1. 壳股的定义

A股市场上存在一些股票，其财务状况不佳，净资产极少甚至为负，数年间的总利润几乎为0，虽然市值几乎是A股最低，但依然存在，而且能将这样的经营状况持续一定时间，这样的股票通常称为壳股。壳股之所以能存在且有一定的估值（通常远高于其净资产），是因为常有其他企业通过这些上市公司实现买壳上市。一般来说，壳公司具有这样一些特征：所处行业大多已在成熟阶段后期甚至进入衰退阶段，业务增长缓慢，盈利水平微薄甚至亏损，公司的股权结构较单一。

2. 借壳上市与买壳上市

借壳上市是指上市公司的母公司（集团公司）通过将主要资产注入上市的子公司，来实现母公司的上市。买壳上市是指非上市公司股东通过收购一家壳公司（上市公司）的股份控制该公司，再由该公司反向收购非上市公司的资产和业务，使之成为上市公司的子公司，原非上市公司的股东一般可以获得上市公司70%～90%的控股权。借壳上市和买壳上市的共同之处在于，都是一种对上市公司壳资源进行重新配置的活动，都是为了实现间接上市。从具体操作的角度看，当非上市公司准备进行买壳上市或借壳上市时，首先碰到的问题便是如何挑选理想的壳公司。

3. 壳股的价值

由于我国证券市场尚未实行注册制，尚有数百家企业排队等待上市，而中国证监会每周最多发行十几支新股，排队等待上市至少要一年多。对于一些企业来说，他们对自己的业绩有信心，对资金的需求也没有那么强烈，他们等得起。但对于一些对自己业绩没有足够信心（不能保证在排队上市期间业绩依然能符合上市条件）、急于融资的企业（如需要从美国退市的中概股）而言，借壳上市是一种低价高效的做法，既能在短时间内融得所需资金，完成投资、扩张等目标，同时又避免了上市需要支付的各项高昂的费用，可谓一举两得。由于一些壳股还有净资产在，因此壳股作为壳的真正价值就是其市值与净资产的差值。这也是借壳企业最关注的信息之一。在中国证监会发行新股速度提高前，排队上市企业数量多，新股发行缓慢，新排队的企业预期要等上三四年才能上市，那时壳股的价值也远高于现在。壳股的价值，随着新企业上市排队的等待时间的减少而逐渐下降。当我国实行注册制或新企业上市排队的等待时间极短时，壳股将一文不值。需要注意的是，目前由于中国证监会对于卖壳的打压，壳股价值也已大不如前，选择有卖壳预期的公司股票作为投资标的的投资者需要当心被套，及时止损。

（四）摘帽

1. 摘帽的定义

摘帽是指之前年度连续亏损或发生其他不符合要求的事件，使得股票代码前有 ST 标记或者 * ST 标记的上市公司，在最近年度盈利后，向交易所申请撤销特别处理，使股票代码前不再有 ST 标记或 * ST 标记。

根据我国的政策法规，摘帽需要满足以下基本条件：①年报必须盈利；②最近一个会计年度的股东权益为正值，即每股净资产为正值，每股净资产必须超过 1 元；③最新年报表明公司主营业务正常运营，扣除非经常性损益后的净利润为正值；④最近一个会计年度的财务报告没有被会计师事务所出具无法表示意见或否定意见的审计报告；⑤没有重大会计差错和虚假陈述，未在中国证监会责令整改期限内；⑥没有重大事件导致公司生产经营受严重影响的情况、主要银行账号未被冻结、没有被解散或破产等交易所认定的情形。但具体是否能够摘帽，其决定权在中国证监会与交易所手中。

2. 摘帽对股价的影响

对于 ST 股而言，摘帽是很大的利好。在摘帽当日，很多 ST 股的表现能跑赢市场。但摘帽当日，如果股价大幅下跌，也在情理之中。这种情况的发生通常是因为该 ST 股的摘帽预期已不再是秘密，几乎所有该 ST 股的投资者都清楚该 ST 股在年报发布后将摘帽。因此投资者提前买入，已经促成了股价的提前上涨，利好实际上已经全部兑现，摘帽当日，市场预期正确，投资者纷纷抛出手中股票兑现，从而导致股价下跌。可见，ST 股摘帽当日的表现，与 ST 股的摘帽预期有关，如果市场确信该 ST 股必能摘帽，投资者应当提前以低价买入，在其摘帽前就应当卖出。可见投资者想从摘帽预期中获利，要比市场更早发现有摘帽预期的股票并进行投资。但投资摘帽预期股并不是没有风险的。第一重风险就是投资较晚，市场也兑现摘帽预期的利好，投资者买入股票至 ST 股摘帽，股价持续下跌，没有显著反弹，投资者被套。第二重风险则源于摘帽预期不能兑现。由于最终上市公司能否摘帽取决于中国证监会与交易所，因而有些上市公司不能如愿摘帽。这类公司虽不多，但也应当引起投资者的重视，警示投资者在选择投资标的时要全面分析其基本面，充分利用各种信息，在明确投资风险的情况下进行投资，切勿盲目跟进××概念、××预期股票。

（五）高送转股票

1. 高送转股票的定义

高送转股票（简称高送转），其中“送”是指送红股，“转”是指转增股票。高送转则是指公司送红股或者转增股票比例很大。“送”和“转”二者有区别：送红股是利润分配的一种形式，只是将利润再投资转化为资本金，个人股东需要缴纳所得税；而转增是资本公积进行资本化，资本公积本来就是股东的投资，因此不需要缴纳税费。高送转属于股票股利，与一般的股票股利的不同之处在股票股利的量上。2017 年 5 月 18 日，江苏国泰（002091）发布公告，以资本公积金每 10 股转增 3 股，此为普通的股票股利。相比之下，

2017年4月12日，乐心医疗（300562）发布公告，以资本公积金每10股转增22股，此为高送转。由于高送转属于股票股利，因此高送转只是股东权益的内部调整，对于公司几乎没有任何实质性的影响。在高送转的除权日，投资者账户股票数量增加的同时，股价也将相应变动，最终投资者账户上股票的总价值与除权前并无区别。

2. 高送转对股价的影响

从高送转最初的考量出发，高送转意味着公司经营状况良好，并且处于高速发展阶段。因此投资者认为高送转传递了一种积极信号，于是投资者就更愿意持有该公司的股票。但在我国的资本市场，高送转更多地已经成为一些人操纵股价的工具之一。由于我国中小投资者对金融市场基础知识并不了解，因此总是盲目跟风。高送转作为一种概念，其出现往往伴随着股价的上涨，因此深受中小投资者喜爱。但事实是，高送转并不一定使股价上涨，甚至有可能使股价下跌甚至大跌。其实高送转与否，都只是上市公司股东权益的变动，对于公司的盈利能力等并没有任何影响。一部分的股票股价之所以上涨，除了部分投资者对于公司业绩持有良好预期外，是由一些中小投资者期待填权行情而大量买入导致的。一旦机构大户在此时抛售股票，股价非但不涨还会持续下跌。因此中小投资者应当认清高送转的真面目，切勿被蒙蔽。

（六）大股东增减持

1. 增减持的定义

顾名思义，增持就是增加持仓，减持就是减少持仓。中小投资者由于资金受限，增持、减持对股价的影响几乎可以忽略。但是当大股东增持、减持时，情况就发生了变化。由于大股东拥有公司大量的股票，比起中小投资者，也更有可能了解公司的内部信息，因此大股东的行为往往成为中小投资者的参考。

2. 大股东增减持对股价的影响

一般而言，大股东增持，是因为其比市场提前知道公司业绩上升信息而更愿意持有公司股票，使投资者认为公司业绩良好而更愿意持有公司股票，从而使得股价上涨。反之，大股东减持，是由于其比市场提前知道公司业绩下降的信息而抛售股票，使投资者对市场信心下降而纷纷抛售股票以避免遭受更大损失，从而使得股价下跌。但投资者需要注意，大股东的行为并非只受公司业绩的影响，因此也不要盲目跟随市场和大股东进行操作，而是应当根据自己的理性分析和判断做出最利于自己的选择。

（七）股票回购

1. 股票回购的定义

股票回购是上市公司将流通在外的股票购回的行为。股票回购的目的一般是防止收购、改善资本结构与稳定公司股价。在我国，在以下四种情况下才允许股票回购：①减少公司注册资本；②与持有本公司股份的相关公司合并；③将股份奖励给本公司职工；④股东因对股东大会做出的合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份。

2. 股票回购对股价的影响

一般而言，股票回购会促使股价上涨。一方面，由于供给减少而需求未变，因此受供求关系的影响，股价将有所上涨。另一方面，股票回购的数量一般较大，而大量的买入也会促使股价上涨。同时，股票回购可能意味着公司认为股票价值被低估，因而回购股票以向市场释放积极信号。事实上，如果股票回购是由于合并引起的，就需要同时考虑企业兼并对股价的影响。股票回购的目的众多，投资者应当看清上市公司此举的真实目的，分析该目的对于股价的影响，而后做出最有利的决策，切不可上了“概念”的当。

（八）公司自身的成长性

前述影响股票估值的因素都是外在的影响因素。真正影响公司未来长期价值的还是公司自身的成长性。例如，特斯拉公司，在 2016 年美国股票市场平均市盈率 20 倍左右的情况下，其市盈率高达 125 倍。这并不是美国股民的疯狂或愚蠢，事实上这是因为当时美国投资者看好特斯拉的发展前景。电动汽车作为新兴行业，其节能环保及相对低廉的售价、酷炫的造型受到人们的追捧，有望在全世界得到更大的发展。电动汽车行业尚处于初创期，盈利能力较弱，但这一行业准入壁垒高，特斯拉公司相对其他起步晚、技术差的公司有着绝对优势。早投资、早获利，因此当时投资者纷纷买入特斯拉的股票。这样的情况在我国的资本市场也存在。一些新兴行业的公司股票被炒得很高，这事实上并非人为炒作，而是投资者看好公司前景，愿意在初创期就进行投资。投资者想要投资处于初创期的公司，自然需要关注公司自身的成长性，如果预期目标市场较大，公司经营有方且该行业准入壁垒较高，则这是一项相对风险较低而回报较高的投资。反之，若目标市场有限，公司经营艰难，甚至行业进入壁垒极低，则投资风险极大，回报有限，不建议进行投资。

第二节　读懂财务报表

一、财务报表及其意义

（一）财务报表简介

投资者在通过宏观经济分析与产业分析划定了投资的小范围后，仍然面对着一众股票，怎样选出更具有投资价值的股票作为自己的投资标的成了投资者面对的一大难题。在利用好网络上的公开信息后，投资者应当利用各公司独有的信息。在各国股票市场，上市公司都被要求定期披露财务信息，而上市公司披露财务信息的方式就是财务报表。财务报表是面向全社会公开的，投资者可以轻松地在行情软件或相关网站上找到。为了使投资者能够更加快速、方便地理解不同上市公司的财务状况，所有上市公司的财务报表都是严格按照会计准则制定的。需要注意的是，财务报表并不是一张表，而是资产负债表、利润表、现金流量表或财务状况变动表、附表和附注（这里不做介绍）的总称。

1. 资产负债表（财务状况）

资产负债表是反映企业在某一特定日期（通常为月末、季末和年末）全部资产、负债及所有者权益情况的会计报表。在资产负债表中有一个等式：资产＝负债＋所有者权益。因此总资产多的公司，一般其负债也多，负债多并不意味着一个企业经营不善，四处举债。为了能让公众轻松理解资产负债表，资产负债表对于企业所有的资产、负债及所有者权益都是以货币形式计量的。在我国，所有上市公司的资产负债表都是以人民币反映公司的财务状况的。同时由于资产负债表是企业所有的资产、负债和所有者权益的集中表现，资产负债表并没有详细地列出每一项数据，而是将具有相似属性的资产、负债或所有者权益集中以某一项目的形式呈现出来。具体而言，企业资产一般分为流动资产与非流动资产。流动资产包括货币资金项目、存货项目等，非流动资产包括持有至到期投资项目、固定资产项目等。当一家公司溢价收购另一家公司时，收购价格超过被收购公司账面价值的部分叫作“商誉”，在资产负债表中作为无形资产列示。再进一步说，对于企业而言，存货项目包含的是企业所有库存商品的价值，并非某一品牌存货甚至某一型号存货的价值。因此资产负债表只是企业总体财务状况的体现。投资者在查看上市公司的资产负债表时，应注意查看的是否是合并资产负债表，避免造成错误判断。

2. 利润表（经营状况）

利润表是反映企业在某一会计期间内（通常为一季度、半年或一年）的经营状况。在利润表中也存在一个等式：利润＝收入－费用。这个等式是利润表编制的原理与基础。与资产负债表类似，利润表也是以货币形式计量的。在我国，利润表是通过人民币反映企业的经营状况的。利润表集中体现具有相似属性的业务收入与相应的费用，这些相似的业务收入和费用常常在利润表中也以某一项目的形式呈现。因而反映的只是企业的总体经营成果，而无法反映某一项业务的经营状况。投资者在查看上市公司利润表时，应注意查看的是否是合并利润表，避免造成错误判断。

3. 现金流量表（现金变动情况）

现金流量表是反映企业在某一会计期间（通常为一月、一季度或一年）内企业的经营行为、投资活动、筹资活动造成的现金变动情况。刚入门的投资者可能并不理解现金流量表的重要性，事实上，一家企业如果缺少现金，就没法进行投资和生产活动以创造价值，并且没法偿还负债，最终只能破产倒闭。因此现金对于一家企业至关重要。同样，现金流量表也是以货币作为计量标准的。在我国，现金流量表通过人民币反映企业的现金变动情况。现金流量表实际上是对资产负债表中货币资金一项的具体表现，是对货币资金中包含的现金及现金等价物这部分内容，期末余额不同于期初余额的解释说明。投资者在查看上市公司现金流量表时，应注意查看的是否是合并现金流量表，避免造成错误判断。

（二）财务报表的意义

1. 资产负债表

资产负债表反映的是企业的财务状况，由于其含有资产、负债与所有者权益三大部分

内容，因此资产负债表可以反映企业资产、负债和所有者权益的总额、结构及状况。分析师根据这些数据，结合自身对行业状况与宏观经济的判断，就可以对企业未来的财务状况做出预测，提供投资建议。虽说如此，但对于投资者而言，不要轻信任何研究报告，因为实证表明研究报告提供的建议并没有想象中令人满意。从资产负债表中，投资者已经能看出企业未来的一部分财务风险及偿债能力（包括短期偿债能力与长期偿债能力）。对于明显存在较大财务风险且偿债能力较弱的企业，投资者要慎重决策是否进行投资。需要注意的是，用资产负债表给出的各项数据计算得到的包括资产负债率（负债总额除以资产总额）在内的各项指标，广泛用于评价企业经营状况，这对于投资者也是极有用的。以资产负债率为例，商业银行的资产负债率总是可以高达90%及以上，这是由商业银行具有吸收公众存款的职能特点决定的，因此如果一家银行的资产负债率低于90%，则该银行的净资产收益率必然受到影响，不如其他银行。但是如果一家工业企业的资产负债率高达90%，该企业有极大可能债台高筑，难逃破产。

2. 利润表

利润表集中反映了企业在一定会计期间的经营状况。对于投资者而言，是评价、预测企业盈利能力的重要数据来源。另外，债权人也关心企业利润表，因为利润表也可以反映企业的偿债能力。对于企业管理者而言，利润表可以辅助决策。而对于股东而言，利润表则可用于评价管理者的管理能力。投资者在利用利润表进行企业盈利能力分析时，利用利润表提供的数据，可以算出一系列的指标，用于对比、评价企业的盈利能力。例如，净利润除以总资产总额得到资产收益率，可以评价投资回报率；销售成本除以存货平均占用余额得到存货周转率，可以评价企业的短期偿债能力与销售能力。

3. 现金流量表

现金流量表是对资产负债表与利润表的补充。编制资产负债表利用的是资产、负债与所有者权益的期末余额；编制利润表利用的是收入、费用与利润的本期累计发生额；编制现金流量表利用的则是资产、负债与所有者权益的本期累计发生额。因而编制现金流量表，可以充分运用会计要素的所有信息，同时又能反映企业现金变动的具体原因。不同于资产负债表与利润表采用权责发生制，编制现金流量表依据的是收付实现制，从而真实地向报表使用者反映企业筹措资金与创造资金的能力，使得投资者能从现金流的角度评价企业。

二、财务报表的基本内容

（一）资产负债表的基本内容

以格力电器（000651）2016年12月31日的资产负债表为例进行说明。表3-1的内容是该资产负债表的资产部分。资产总计一栏显示的是珠海格力电器股份有限公司（以下简称格力电器）的资产总额，共计162 923 876 928.29元，较2015年12月31日，格力电器的资产总额增长了23 080 569 860.78元。其中，流动资产有141 743 333 569.41元，较2015年12月31日增长了21 492 060 171.89元；非流动资产有21 180 543 358.88元，较

2015年12月31日增长了1 588 509 688.89元。在流动资产中，占比较大的有货币资金、应收票据、预付款项及存货。对比2015年的数据发现，货币资金有小幅增长，应收票据及预付款项增幅超过100%，存货则有所减少。货币资金的增加是好事，意味着企业拥有更多现金及现金等价物。但应收票据和预付款项的增加对企业而言是一种负担。值得说明的是，任何应收项目都意味着未来现金将流入企业，但也说明企业已经为获得现金而提供了商品或劳务，却没有得到相应的回报。任何的预付项目都说明企业为获得某种商品或劳务而提前支付了现金，却没有得到相应的商品或劳务。细心的读者可能注意到，除了这些项目，格力电器的资产负债表上有一项衍生金融资产，而且没有期初余额。事实上在格力电器年报的衍生品投资情况或者附注部分中都有介绍，这是由一项格力电器为避免部分原材料价格大幅波动而进行的套期保值业务产生的。其数额相对总资产较小，对总资产的影响微乎其微，所以投资者无需特别关注。

表3-1　格力电器资产负债表的资产部分（2016年12月31日）

单位：人民币元

资　　产	附　　注	期末余额	期初余额
流动资产：			
货币资金		94 358 894 092.06	88 680 099 321.27
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产			
衍生金融资产		250 848 418.63	
应收票据		28 681 394 851.75	13 754 447 428.79
应收账款	十八（一）	1 029 622 972.59	3 416 105 149.73
预付款项		7 336 373 722.28	3 634 956 003.75
应收利息		1 289 154 900.73	1 477 241 737.32
应收股利			
其他应收款	十八（二）	848 175 367.89	574 622 000.79
存货		7 847 311 118.65	8 670 596 377.12
划分为持有待售的资产			
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产		101 558 124.83	43 205 378.75
流动资产合计		**141 743 333 569.41**	**120 251 273 397.52**
非流动资产：			
可供出售金融资产			
持有至到期投资			

续表

资　　产	附　　注	期末余额	期初余额
长期应收款			
长期股权投资	十八（三）	7 713 333 058.50	6 854 879 074.54
投资性房地产		30 324 919.33	31 569 857.77
固定资产		3 482 273 291.47	3 986 232 943.74
在建工程		92 157 312.16	45 748 249.58
工程物资			
固定资产清理		28 267 150.92	8 704 526.44
生产性生物资产			
油气资产			
无形资产		526 591 622.40	223 794 602.31
开发支出			
商誉			
长期待摊费用			
递延所得税资产		9 063 547 017.39	8 077 471 456.41
其他非流动资产		243 648 986.71	363 632 959.20
非流动资产合计		**21 180 543 358.88**	**19 592 033 669.99**
资产总计		**162 923 876 928.29**	**139 843 307 067.51**

接着再看非流动资产部分，格力电器的工业企业性质决定了其一般不持有或持有极少的可供出售金融资产、持有至到期投资等金融资产。而格力电器的非流动资产主要是由长期股权投资、固定资产及递延所得税资产组成的。长期股权投资是由格力电器的众多子公司及合营企业、联营企业组成的。固定资产则包括厂房、机器设备等，是格力电器进行生产最重要的资产。递延所得税资产则是指未来预计可以用于抵税的资产。除了这三项外，在建工程是指目前尚不能使用待完工后可以投入使用的固定资产；固定资产清理是用于暂时存放被清理的固定资产的价值与清理相关的费用、收入的一个账户；无形资产对于格力电器则主要指商标权和专利权。

表 3－2 的内容是资产负债表的负债及所有者权益部分。所有应付项目都意味着企业已经获得了商品和劳务但尚未付款；所有预收项目都意味着企业已经收款，但尚未付出商品和劳务。在流动负债部分，衍生金融负债是指在资产负债表日公允价值为负的衍生金融工具，与衍生金融资产相对应。非流动负债部分，递延收益是指尚未确认的收入。虽然递延收益是一种收入，但由于其尚未确认，无法计入当期损益，对于股东而

言，相当于现金的流出，因此是一项内部负债。递延所得税负债则是未来将要支付的所得税的一部分。

表 3－2　格力电器资产负债表的负债及所有者权益部分（2016 年 12 月 31 日）

单位：人民币元

负债和所有者权益（或股东权益）	附　注	期末余额	期初余额
流动负债：			
短期借款		7 136 786 600.00	2 675 363 200.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债			
衍生金融负债		32 218 000.00	91 071 099.06
应付票据		10 045 470 518.12	7 237 386 266.55
应付账款		41 793 337 033.46	40 616 067 475.26
预收款项		14 791 379 086.59	7 427 598 204.97
应付职工薪酬		733 818 959.96	875 567 613.73
应交税费		1 875 319 977.49	2 507 553 404.63
应付利息		43 053 052.94	8 418 174.57
应付股利		602 881.87	602 881.87
其他应付款		560 376 207.04	610 537 718.98
划分为持有待售的负债			
一年内到期的非流动负债			2 403 745 567.37
其他流动负债		60 107 149 647.50	55 170 845 529.23
流动负债合计		**137 119 510 964.97**	**119 624 757 126.22**
非流动负债：			
长期借款			
应付债券			
其中：优先股			
永续债			
长期应付款			
长期应付职工薪酬		117 732 064.00	127 518 492.00
专项应付款			
预计负债			
递延收益		130 349 609.28	113 796 827.32
递延所得税负债		232 395 962.90	221 586 260.60
其他非流动负债			

续表

负债和所有者权益（或股东权益）	附 注	期末余额	期初余额
非流动负债合计		**480 477 636.18**	**462 901 579.92**
负债合计		**137 599 988 601.15**	**120 087 658 706.14**
所有者权益（或股东权益）			
实收资本（或股本）		6 015 730 878.00	6 015 730 878.00
其他权益工具			
其中：优先股			
永续债			
资本公积		190 973 495.25	190 973 495.25
减：库存股			
其他综合收益		−18 336 753.00	−54 758 221.50
专项储备			
盈余公积		3 497 114 024.31	3 497 114 024.31
未分配利润		15 638 406 682.58	10 106 588 185.31
所有者权益（或股东权益）合计		**25 323 888 327.14**	**19 755 648 361.37**
负债和所有者权益（或股东权益）总计		**162 923 876 928.29**	**139 843 307 067.51**

在所有者权益部分，资本公积是由企业接受捐赠、股本溢价等与企业经营无关的事项形成的资本；其他综合收益是尚未确认损益的资本利得或者损失扣除所得税后的净额；盈余公积是指企业从税后利润中提取的有特定用途的收益；未分配利润则是企业累计的尚未分配的利润。

（二）利润表的基本内容

在利润表（表 3－3）中，包含六个重要项目，分别是营业收入、营业利润、利润总额、净利润、其他综合收益的税后净额及综合收益总额。营业收入是指格力电器经营公司业务获得的收入，包括主营业务收入与其他业务收入，具体收入情况可以在附注部分看到。营业收入减去营业成本，税金及附加，各项费用（其中财务费用为负是由于会计处理中部分事项可以冲减财务费用的结果，属于正常情况），以及资产减值损失（一项已计提但尚未实现的损失准备金，若该项为负则资产预计遭受损失，该项为正则资产未遭受预计损失，因此将二者差值结转回利润）得到公司的经营利润。经营利润加上公允价值变动收益（公允价值变动收益事实上也是企业进行投资得到的收益的一部分，在会计中因投资标的的不同而处理不同）与投资收益得到了公司的营业利润。营业利润是考察企业经营效益的重要指标。营业利润加上营业外收入减去营业外支出后得到利润总额。利润总额是考察企业盈利能力的重要指标。当利润总额减去所得税费用后，就得到了资本市场上最重要的指标之一——净利润。需要说明的是，企业借款形成的利息已经包含在财务费用中，因此此处的净利润就是扣除了利息和税金后的净利润，又称息税后利润，这部分利

润已经是完全归属于股东的部分。其他综合收益的税后净额，虽然包含在利润表中，但这部分税后净额尚未实现，尚未归属于股东，读者可以理解为浮盈或者浮亏。其他综合收益的税后净额加上净利润得到的综合收益总额虽然包含了尚未实现的一部分利润或亏损，但依然极有参考价值，因此也是值得投资者考量的重要财务指标。

表 3-3 格力电器利润表（2016 年度）

单位：人民币元

项目	附注	本期金额	上期金额
一、营业收入	**十八（四）**	**100 196 022 986.24**	**93 603 741 139.75**
减：营业成本	十八（四）	74 157 492 256.23	72 014 671 656.89
税金及附加		775 947 515.17	432 775 315.43
销售费用		15 982 757 141.77	16 128 392 011.95
管理费用		2 018 741 946.11	2 132 369 143.60
财务费用		−5 474 190 948.12	−3 317 674 713.24
资产减值损失		99 779.73	−3 691 215.17
加：公允价值变动收益（损失以“—”号填列）		316 201 517.69	−175 248 617.29
投资收益（损失以“—”号填列）	十八（五）	3 133 375 724.41	171 438 245.76
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		8 034 445.96	3 246 089.30
二、营业利润（亏供以“—”号填列）		**16 184 752 537.45**	**6 213 088 568.76**
加：营业外收入		96 856 023.21	136 619 359.37
其中：非流动资产处置利得		496 921.55	85 349.79
减：营业外支出		681 502.47	399 008.88
其中：非流动资产处置损失		150 495.17	370 704.12
三、利润总额（亏损总额以“—”号填列）		**16 280 927 058.19**	**6 349 308 919.25**
减：所得税费用		1 725 512 243.92	933 478 997.61
四、净利润（净亏损以“—”号填列）		**14 555 414 814.27**	**5 415 829 921.64**
五、其他综合收益的税后净额		**36 421 468 50**	**−12 386 797.73**
（一）以后不能重分类进损益的其他综合收益		−8 412 589.00	−17 952 049.00
1. 重新计量设定受益计划净负债或净资产的变动		−8 412 589.00	−17 952 049.00
2. 权益法下在被投资单位不能重分类进损益的其他综合收益中享有的份额			
（二）以后将重分类进损益的其他综合收益		44 834 057.50	5 565 251.27

续表

项目	附注	本期金额	上期金额
1. 权益法下在被投资单位以后将重分类进损益的其他综合收益中享有的份额			
2. 可供出售金融资产公允价值变动损益			
3. 持有至到期投资重分类为可供出售金融资产损益			
4. 现金流量套期损益的有效部分		44 834 057.50	5 565 251.27
5. 外币财务报表折算差额			
6. 其他			
六、综合收益总额		**14 591 836 282.77**	**5 403 443 123.91**

（三）现金流量表的基本内容

现金流量表（表 3-4）最重要的三部分是经营活动产生的现金流量、投资活动产生的现金流量及筹资活动产生的现金流量，三部分的具体组成在现金流量表中也有具体的说明。各部分现金流量的来源顾名思义，也是大多数企业的现金流量的全部体现，涉及国际贸易或者外汇交易的企业可能还会增加一项汇率变动对现金及现金等价物的影响。这些项目共同构成了一张现金流量表。在这里需要说明的是，投资者从表中的一些数据就可以进行简单的分析。例如，销售商品、提供劳务收到的现金与购买商品、接受劳务支付的现金的比率可以分析企业的销售利润状况，销售商品、提供劳务收到的现金占经营活动现金流入小计的比率可以分析企业主营业务占比及其营销状况，经营活动产生的现金流量净额两期的比率可以反映企业相比上期的经营状况等。一般而言，企业的期末现金及现金等价物余额越多越好，但当这一数值足够大时，企业追求的就不再是更大的数字了，数值大小并不能完全反映企业获得现金的能力，数值越大反而越体现企业利用现金的能力差。因此投资者不能盲目地投资期末现金及现金等价物余额高的企业。

表 3-4 格力电器现金流量表（2016 年度）

单位：人民币元

项目	附注	本期金额	上期金额
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金		73 772 247 201.55	100 825 366 279.54
收到的税费返还		892 479 335.10	1 159 795 819.86
收到其他与经营活动有关的现金		2 776 455 975.16	3 402 282 409.75
经营活动现金流入小计		**77 441 182 511.81**	**105 387 444 509.15**
购买商品、接受劳务支付的现金		47 666 643 016.88	48 637 706 510.04
支付给职工及为职工支付的现金		2 461 753 957.31	2 254 402 964.71
支付的各项税费		7 790 647 525.17	9 328 346 895.14

续表

项　　目	附　　注	本期金额	上期金额
支付其他与经营活动有关的现金		7 822 012 647.53	8 274 660 258.70
经营活动现金流出小计		**65 741 057 146.89**	**68 495 116 628.59**
经营活动产生的现金流量净额		**11 700 125 364.92**	**36 892 327 880.56**
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资收到的现金			
取得投资收益收到的现金			28 941 374.91
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		2 817 038.00	154 720.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			
收到其他与投资活动有关的现金		6 500 000.00	143 435 881.62
投资活动现金流入小计		**9 317 038.00**	**172 531 976.53**
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金		487 437 576.81	1 005 797 949.58
投资支付的现金		850 419 538.00	220 000 000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额			
支付其他与投资活动有关的现金		24 401 261 166.04	
投资活动现金流出小计		**25 739 118 280.85**	**1 225 797 949.58**
投资活动产生的现金流量净额		**−25 729 801 242.85**	**−1 053 265 973.05**
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资收到的现金			
取得借款收到的现金		8 351 424 680.00	8 316 061 000.00
收到其他与筹资活动有关的现金		2 110 522 945.98	1 257 485 012.71
筹资活动现金流入小计		**10 461 947 625.98**	**9 618 546 012.71**
偿还债务支付的现金		6 765 973 061.39	7 098 162 324.08
分配股利、利润或偿付利息支付的现金		9 108 489 378.90	9 444 887 252.27
支付其他与筹资活动有关的现金		10 271 924.02	
筹资活动现金流出小计		**15 884 734 364.31**	**16 543 049 576.35**
筹资活动产生的现金流量净额		**−5 422 786 738.33**	**−6 924 503 563.64**
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响		4 034 988 007.34	1 733 758 931.75
五、现金及现金等价物净增加额		−15 417 474 608.92	30 648 317 275.62
加：期初现金及现金等价物余额		81 020 140 360.98	50 371 823 085.36
六、期末现金及现金等价物余额		65 602 665 752.06	81 020 140 360.98

（四）财务报表附注的基本内容

在浏览上市公司财务报表时，报表的后面会有一份远比报表内容多得多的附注。附注十分重要，不仅包含了报表中一些项目的详细内容，而且说明了报表编制的基础和遵循的会计准则，聪明的投资者往往能从中发现问题并以此进行投资决策从而获利。附注的具体内容在附注中都有极其详细的说明，这里不再赘述。在这里提醒读者，切勿忽视附注。

第三节　财务报表造假的常见方式

一、上市公司调节利润的常见手段

上市公司进行利润操纵的常见做法主要如下。

（一）关联交易

1. 资产重组

资产重组在第四章有详细介绍，因此本章不做详细说明。

2. 关联购销业务

关联购销业务即上市公司与关联方以非公允价值进行交易。例如，A 公司拥有 100 件商品 A，商品 A 的市价是每件 100 万元，而 A 公司为了虚增利润避免亏损，将商品 A 以每件 200 万元的价格卖给了与之有关联的 B 公司，从而虚增了 1 亿元利润。

3. 委托或受托经营

委托或受托经营是指上市公司与母公司之间通过委托关系转移优质资产的收益权和运营权或不良资产的运营风险。例如，上市公司的母公司拥有每年能产生约 1 亿元利润的优质资产，母公司委托上市公司运营，并收取每年 5 000 万元的费用，从而上市公司可以虚增 5 000 万元利润；或者上市公司拥有预计每年将导致 1 000 万元亏损的不良资产，上市公司将其委托给母公司经营，并收取每年 500 万元的费用，这样上市公司不仅没有亏损，还有 500 万元的盈利，相当于虚增了 1 500 万元的利润。

4. 不合理收费转嫁费用负担

不合理收费转嫁费用负担是指上市公司与母公司不考虑市场情况进行租赁业务或者资金往来，以其差额调节利润。例如，上市公司拥有一栋大楼，正常出租每年可获得 2 000 万元租金，而上市公司将其租给母公司，并收取每年 4 000 万元的租金，这样可以增加 2 000 万元的利润；反之，母公司拥有这栋大楼时，可以以每年 1 000 万元的价格将其出租给上市公司，则上市公司每年可以节省 1 000 万元，相当于增加了 1 000 万元的利润。又或者，在上市公司与母公司进行资金往来时，上市公司以每年 15%的利息借给母公司 1 亿元，而同期上市公司若将这部分钱借出，只能获得 5%的利息，从而虚增了 1 000 万元的利润；

反之，母公司以1%的利息借给上市公司1亿元，而同期上市公司向银行贷款的利率或发债的利率高达10%，则上市公司可以节省900万元，相当于增加了900万元的利润。

（二）利用会计政策

1. 违背会计原则

（1）提前或推迟确认收入。利用收入的确认是基于权责发生制的特点，故意提前或者推迟确认收入，甚至虚报业务收入以虚增利润。例如，上市公司将应当于下年确认的1 000万元收入提前确认，从而增加了1 000万元利润。

（2）潜亏挂账。利用费用的确认是基于权责发生制的特点，推迟确认费用，或者长期不处理不良资产，不确认资产损失。例如，上市公司将应当确认的500万元费用推迟到下一年确认，对于应当计提的各项风险准备金500万元不予计提，就虚增了1 000万元本期利润。

（3）利息资本化。将已完工的工程仍然按照在建工程核算，使得在会计准则中，原本应当按照财务费用计算的利息，计入在建工程成本，从而减少当期的财务费用，同时由于在建工程不计提折旧，可以从两个方面虚增利润。例如，上市公司建造的一栋成本为1亿元的大楼，借款5 000万元，利息5%，若不予以确认为固定资产，则该大楼的成本变为10 250万元，若确认为固定资产，则大楼成本为1亿元，本期财务费用增加250万元，若按照直线法进行折旧，折旧年限20年，预计净残值为1 000万元，则本期应当计提的折旧为450万元，于是通过不予以确认为固定资产而增加的利润达到700万元。

2. 变更会计核算方法

（1）改变折旧方法。固定资产的折旧方法有直线折旧法和加速折旧法两种。从加速折旧法转变为直线折旧法可以减少计提的折旧量，从而增加利润。例如，上市公司一项固定资产原本按照加速折旧法计提折旧，本期应计提的折旧额为200万元，若按照直线折旧法计提，仅需计提80万元，则上市公司改变折旧方法可以增加120万元的利润。

（2）改变存货计价方法。企业常用的存货计价方法有先进先出法、加权平均法、移动平均法、个别计价法等，不同的计价方法下存货价值不同，一般而言，采用先进先出法的企业容易高估其存货的价值及利润。例如，上市公司在本期1月1日和6月1日分别进行了一次采购。1月1日采购商品A，成本为100元，共采购了100万件，成本共计1亿元。6月1日，由于物价上涨，同样采购商品A，成本为110元，共采购了100万件，成本共计1.1亿元。5月31日，公司发出存货80万件，每件120元，共计收入9 600万元。6月2日，公司发出存货40万件，每件125元，共计收入5 000万元。若采用先进先出法，则公司存货的价值为8 800万元，利润为2 400万元。但使用移动平均法计算，公司存货价值为8 666.67万元，利润为2 266.67万元。可见企业若选择先进先出法作为存货计价方法，虚增了133.33万元的存货价值和利润。

（3）改变长期股权投资的核算方法。长期股权投资核算方法有成本法和权益法，其中成本法核算的长期股权投资在处置前其账面价值不变，权益法则根据公允价值变动。若违背会计准则，擅自更改核算方法，的确存在调节利润的空间。例如，上市公司拥有一个全资子公司，按照成本法核算，成本为100万元。由于子公司经营有方，实际价值达到1

000 万元，上市公司为增加利润，改用权益法核算，则账面上 100 万元的长期股权投资增值 900 万元，虚增了 900 万元的利润。

3. 会计估计变更

对于各项可以计提的应对风险的准备金及折旧的年限、残值等需要人为确定的金额，不按照实际情况进行核算，而故意往有利于企业的方向调整，也是企业调节利润的一种手段。例如，企业某项固定资产价值为 1 000 万元，折旧年限一般为 5 年，预计净残值为 0。但企业为了虚增利润，将折旧年限调整为 10 年，并认定预计净残值为 500 万元。这样企业每年计提的折旧额从 200 万元变为 50 万元，虚增了 150 万元的利润。

（三）非经常性收入

非经常性收入是与企业经营无直接关系或虽有直接关系但并不能真实、公允地评价公司的经营状况的一部分收入。事实上，非经常性收入包含范围广、可操作性强，也常被用于调节利润。例如，上市公司拥有以成本法核算的长期股权投资 10 亿元，本期该上市公司为了扭亏为盈，处置了其中价值 1 亿元的长期股权投资，这 1 亿元长期股权投资的公允价值为 5 亿元，则上市公司从处置这部分长期股权投资中获利 4 亿元。

二、如何识别假报表

（一）假报表常见的一些特征

对于财务报表造假，投资者只要仔细研读报表，就能发现其中的问题。对于假报表，通常有以下部分甚至全部特征。

（1）不详细说明收入确认方式。

（2）不披露前五大客户名称且前五大客户贡献营收达 50%及以上。

（3）单个自然人客户贡献较多收入。

（4）主要客户也是公司应收账款的主要债务人。

（5）主要客户公司主营业务与公司业务无关。

（6）毛利润率异常（一般是远高于同行业或有大幅波动）。

（7）员工薪酬异常（包括不符合公司盈利状况、当地职工薪酬及行业平均薪酬状况）。

（8）对开发支出进行资本化。

（9）销售费用异常（与公司收入不匹配或与同行业相比某项支出差异较大）。

（10）流动资产、流动负债与收入情况不匹配。

（11）营运能力（如存货周转率与应收账款周转率）与往年或同行业公司差异较大。

（12）现金流量与收入、净利润不匹配。

（13）非经常性收入占收入的大部分。

（14）表外异常信息［包括业绩良好但频繁进行股权融资、选择排名更靠后的会计师事务所、年度报告披露前董事会秘书（简称董秘）、财务总监离职等］。

（二）报表识别案例

下面以商业城（600306）2016 年的年度报告为例进行说明。在 2014 年，商业城已经

更名为 * ST 商城，因此 2014 年商业城的年度报告必须赢利，否则将被退市。商业城在 2014 年年度报告发布后成功摘帽。但好景不长，商业城在 2015 年的年度报告中，由于归属于股东的净资产为负，又一次被实施退市风险警示，再一次被更名为 * ST 商城。2016 年年度报告发布后，商业城又一次扭亏为盈，摘帽成功。商业城是如何做到这一点的呢？从其财务报表中可以初窥端倪。

表 3-5 所示为商业城 2016 年年度报告的一部分。从主要会计数据可以看出，商业城的营业收入每况愈下，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润也一直为负，经营活动产生的现金流净额也与营业收入不相匹配，但归属于上市公司股东的净利润却在 2014 年和 2016 年为正，这是很典型的通过非经常性损益操控利润的手段。这一点从表 3-6和表 3-7 中可以更加直观地看出。营业收入只有约 9.7 亿元及约 14.9 亿元的 2016 年和 2014 年，其非流动资产处置损益竟然高达约 2.4 亿元及约 3.1 亿元，非经常性收入占营业收入达 20%以上，这显然是极其不正常的。而在其年度报告中也说明了，这主要是由于商业城向太原茂业转让了其拥有的盛京银行股份的 55%造成的。

表 3-5　商业城主要会计数据

单位：人民币元

主要会计数据	2016 年	2015 年	本期比上年同期增减（%）	2014 年
营业收入	966 827 593.32	1 250 897 007.94	−22.71	1 493 696 542.99
归属于上市公司股东的净利润	110 709 839.14	−163 268 849.57		32 259 705.46
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	−121 230 636.47	−156 067 855.45		−268 772 431.51
经营活动产生的现金流量净额	−11 883 083.14	15 965 461.82	−174.43	−14 979 068.10
主要会计数据	**2016 年末**	**2015 年末**	**本期末比上年同期末增减（%）**	**2014 年年末**
归属于上市公司股东的净资产	66 930 912.87	−43 618 682.75		119 650 166.82
总资产	1 686 037 070.48	2 232 607 418.12	−24.48	2 479 602 782.17

表 3-6　商业城主要财务指标

主要财务指标	2016 年	2015 年	本期比上年同期增减（%）	2014 年
基本每股收益/元	0.62	−0.92		0.18
稀释每股收益/元	0.62	−0.92		0.18
扣除非经常性损益后的基本每股收益/元	−0.68	−0.88		−1.51
加权平均净资产收益率（%）	943.32	−429.47		38.70
扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率（%）	−1 032.96	−410.54		−322.39

表 3-7　商业城非经常性损益项目和金额

单位：人民币元

非经常性损益项目	2016 年金额	附注（如适用）	2015 年金额	2014 年金额
非流动资产处置损益	239 862 149.05		−1 142 282.71	306 046 128.61
越权审批或无正式批准文件				

按照年度报告顺序，下一个可疑的就是主营业务分析部分的数据。从表 3-8 可以看出，营业收入、营业成本及各项费用都大幅减少，这与电商的崛起、公众消费习惯的改变有关，但不可否认其影响并没有如此大，这在年度报告中也有所提及，因此事实上商业城的主营业务缩水是经营不善或其他原因（包括数据造假）导致的，商业城从长期角度看已经不存在任何投资价值。

表 3-8　商业城利润表及现金流量表相关科目变动分析

单位：人民币元

科　　目	本期数	上年同期数	变动比例（%）
营业收入	966 827 593.32	1 250 897 007.94	−22.71
营业成本	794 895 774.72	1 039 165 695.24	−23.51
销售费用	21 091 214.93	30 483 052.35	−30.81
管理费用	189 167 261.72	226 521 014.33	−16.49
财务费用	88 446 518.47	107 016 215.91	−17.35
经营活动产生的现金流量净额	−11 883 083.14	15 965 461.82	−174.43
投资活动产生的现金流量净额	308 288 067.30	16 571 239.42	1 760.38
筹资活动产生的现金流量净额	−413 285 692.73	−94 399 312.91	

而后可疑的部分是主要销售客户及主要供应商情况（图 3-1）。作为零售行业的企业，客户数量众多，单个客户消费较小，理应无法进行统计。对比同属于零售业的欧亚集团（600697）同期的报告（图 3-2）即可发现，商业城对供应商的依赖非常强，前五名供应商的采购量竟然占到了 54.99%，客户与供应商的情况让投资者对商业城的实际业绩与经营状况表示怀疑。

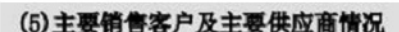
(4) 主要销售客户及主要供应商情况

√适用 □不适用

前五名客户销售额 17,180 万元，占年度销售总额 17.77%；其中前五名客户销售额中关联方销售额 0 万元，占年度销售总额 0 %。

前五名供应商采购额 20,003 万元，占年度采购总额 54.99%；其中前五名供应商采购额中关联方采购额 0 万元，占年度采购总额 0%。

图 3-1　商业城主要销售客户及主要供应商情况



(5)主要销售客户及主要供应商情况

√适用 □不适用

前五名供应商采购额59,415万元，占年度采购总额4.88%；其中前五名供应商采购额中关联方采购额0万元，占年度采购总额0%。

其他说明

本公司为商业零售企业，主要以零售销售为主，客户极其分散，无法统计客户销售额情况。

图3-2 欧亚集团主要销售客户及主要供应商情况

接着，从商业城的经营计划（图3-3）可以看出，商业城2016年仅完成了年计划的80%，而且2017年的计划收入远低于2016年。事实上对比商业城2015年的年度报告即可知道，商业城2015年仅完成了计划的69%，其经营效益逐年下降，目标也逐年下降，在这种情况下股票却能实现盈利，必然是通过非经常性损益实现的。

(三) 经营计划

√适用 □不适用

2016年，公司全年计划总的目标：营业收入12.1亿元；期间费用3.5亿元。

报告期公司营业收入实现9.67亿元，比计划少实现2.43亿元，完成年计划的80%。

报告期期间发生费用2.99亿元，比计划减少0.51亿元。

其中：

1. 公司本部报告期实现营业收入4.38亿元，比上年同期减少1.47亿元，下降幅度25.13%，期间费用实现2.23亿元，比上年同期减少0.38亿元，下降幅度14.56%。

2. 公司子公司铁西百货报告期实现营业收入5.12亿元，比上年同期减少1.8亿元，下降幅度26.01%，期间费用实现0.63亿元，比上年同期减少0.21亿元，减少幅度25%。

未完成年计划的主要原因是沈阳商业零售市场竞争激烈，电商对商业零售市场构成一定程度的冲击，同时公司上半年进行商场布局和品牌、品种结构的调整。

由于公司过去较大的资本开支，负债沉重，公司财务费用高，加上固定成本上涨，公司的营运压力较大。

2017年，公司全年计划总的目标：营业收入10亿元；期间费用3亿元。

图3-3 商业城经营计划

再往下就是董事、监管和高级管理人员的变动情况（表3-9）。2016年商业城的董秘与财务总监双双离职换人。事实上，2014—2016年，每一年商业城的董秘与财务总监至少有一个离职，这与假报表特征（14）提及的情况完全一致，商业城的财务状况必然存在问题。

表3-9 商业城董事、监管和高级管理人员的变动情况

担任的职务	变动情形	变动原因
董事	离任	辞职
董事	选举	增选
董秘	离任	辞职
董秘	聘任	聘任
财务总监	离任	辞职
财务总监	聘任	聘任

表 3-10 和表 3-11 为商业城 2016 年的合并资产负债表的一部分。从两表中可以看到，事实上商业城在 2015 年出现了资不抵债的情况。再进一步分析，作为零售业企业，商业城的货币资金不到流动资产的 20%，短期借款更是高达流动负债的 60%以上，存货众多、应收款项少、应付款项多，尤其是其他应付款达到 2.99 亿余元（其中关联方往来达 2 亿余元）。这些都是不符合零售业规律的数据。为何商业城存货众多不及时卖出反而依然大量进货（在报表前面部分有所提及）？为何商业城的其他应付款数额如此巨大？是否存在大股东挪用公司资金的情况？

表 3-10　商业城流动资产

单位：人民币元

项　　目	附　　注	期末余额	期初余额
货币资金		31 550 712.09	449 957 820.02
结算备付金			
拆出资金			
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产			
衍生金融资产			
应收票据			
应收账款		7 558 579.89	7 075 041.04
预付款项		16 440 234.26	20 514 123.27
应收保费			
应收分保账款			
应收分保合同准备金			
应收利息			
应收股利			
其他应收款		9 271 759.36	11 777 206.39
买入返售金融资产			
存货		69 413 989.43	78 721 042.53
划分为持有待售的资产		38 475 000.00	
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产		1 236 031.03	1 821 567.19
流动资产合计		**173 946 306.06**	**569 866 800.44**

表 3-11　商业城流动负债

单位：人民币元

项　　目	附　　注	期末余额	期初余额
短期借款		1 070 000 000.00	1 895 870 370.37
向中央银行借款			
吸收存款及同业存放			
拆入资金			
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债			
衍生金融负债			
应付票据		2 900 000.00	21 900 000.00
应付账款		171 346 193.52	167 944 928.17
预收款项		17 008 506.09	21 504 982.39
卖出回购金融资产款			
应付手续费及佣金			
应付职工薪酬		2 155 283.28	1 949 170.08
应交税费		32 864 391.08	26 513 364.69
应付利息		2 009 700.00	2 436 312.00
应付股利		1 633 280.93	1 637 694.45
其他应付款		299 022 769.72	117 178 206.01
应付分保账款			
保险合同准备金			
代理买卖证券款			
代理承销证券款			
划分为持有待售的负债			
一年内到期的非流动负债			
其他流动负债		3 268 627.37	1 972 791.45
流动负债合计		**1 602 208 751.99**	**2 258 907 819.61**

看完资产负债表，再来看看利润表（表 3-12）。实际上从商业城的利润表很容易看出问题。作为零售业企业，其销售费用竟然比财务费用还低。除此之外，为何其管理费用如此高？如果商业城正常运营，其完全有可能实现主营业务盈利，完全没必要通过投资收益调节利润而在主板市场“苟延残喘”。

表 3-12　商业城合并利润表（2016 年 1—12 月）

单位：人民币元

项　　目	附　　注	本期发生额	上期发生额
一、营业总收入		966 827 593.32	1 250 897 007.94
其中：营业收入		966 827 593.32	1 250 897 007.94
利息收入			
已赚保费			
手续费及佣金收入			
二、营业总成本		1 118 999 261.39	1 431 383 699.85
其中：营业成本		794 895 774.72	1 039 165 695.24
利息支出			
手续费及佣金支出			
退保金			
赔付支出净额			
提取保险合同准备金净额			
保单红利支出			
分保费用			
税金及附加		25 378 207.45	19 706 209.81
销售费用		21 091 214.93	30 483 052.35
管理费用		189 167 261.72	226 521 014.33
财务费用		88 446 518.47	107 016 215.91
资产减值损失		20 284.10	8 491 512.21
加：公允价值变动收益（损失以“—”号填列）			
投资收益（损失以“—”号填列）		263 767 500.00	23 512 500.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益			
汇兑收益（损失以“—”号填列）			
三、营业利润（亏损以“—”号填列）		111 595 831.93	−156 974 191.91

最后来看现金流量表，上述都未提及的筹资活动产生的现金流量的状况（表 3-13）。资产共计 16 亿余元的商业城，2016 年通过借款获得的现金高达 25.07 亿元，筹资活动现金的流入小计近 44 亿元，偿还债务支付的现金高达 27.47 亿元，筹资活动现金流出小计近 48 亿元。这显然是不合情理的，在高额的筹资活动现金流量背后，商业城必然有所隐瞒，其财务状况随着其筹资活动的进行而日益恶劣。

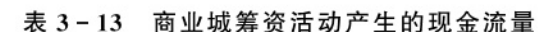


表 3-13　商业城筹资活动产生的现金流量

单位：人民币元

项　　目	附　　注	本期发生金额	上期发生金额
吸收投资收到的现金			
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金			
取得借款收到的现金		2 507 000 000.00	1 378 000 000.00
发行债券收到的现金			
收到其他与筹资活动有关的现金		1 874 889 580.97	1 989 815 973.42
筹资活动现金流入小计		**4 381 889 580.97**	**3 367 815 973.42**
偿还债务支付的现金		2 747 000 000.00	1 298 000 000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金		67 875 273.70	83 615 286.33
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润			
支付其他与筹资活动有关的现金		1 980 300 000.00	2 080 600 000.00
筹资活动现金流出小计		**4 795 175 273.70**	**3 462 215 286.33**
筹资活动产生的现金流量净额		**−413 285 692.73**	**−94 399 312.91**

而在报表的附注中，商业城也存在众多问题，包括未明确收入确认方式、借款费用资本化、存货计价方法中包含先进先出法、大量计提存货跌价准备等，由于篇幅原因不做赘述，感兴趣的读者可以参考这一节中提到的上市公司调节利润的常见手段及假报表的常见特征自行查看商业城 2016 年的年度报告进行对比。

对于任何一家上市公司，投资者都可以比对该公司与行业中的其他公司的各项数据，其中明显不符合行业规律的一些数据必然是存在问题的。对于财务数据存在问题的上市公司，投资者应当慎重考虑是否进行投资。

本 章 小 结

合理评估股票价值是选股的基础。股票价值的评估要从宏观和微观两个角度共同入手，忽视任何因素都会导致评估出现偏差，从而错失投资机会。谨慎是投资成功的必要态度。

财务报表是分析股票的重要手段，理解其不困难，但其内容非常多，有重点地看财务报表比完完整整地看财务报表更有效率，但依然非常费力，因此耐心是投资成功的合理要求。

财务报表所能提供的信息远不止其表面所示，以小见大是一项值得掌握的重要技能，通过一些细节看出公司未来的前景或者隐瞒的事实对投资者极有意义，因此敏感是投资成功的重要助力。

问题与应用

1. 为什么投资股票需要宏观分析？
2. 影响 A 股估值的常见因素有哪些？它们分别是如何影响股价的？
3. 财务报表中最重要的数据有哪些？
4. 财务报表的附注为何值得关注？
5. 上市公司财务报表中有哪些数据变化暗示了公司业绩有问题？
6. 上市公司财务造假在财务报表中有哪些体现？



第四章　资 产 重 组

学习目标

1. 了解资产重组的基本概念和主要形式。
2. 理解A股市场的估值泡沫是资产重组的核心动力。
3. 掌握相关的简单投资策略。

内容预览

资产重组是中国资本市场二十多年来的最主要特征，是影响股价的重要因素。从某种意义上说，中国资本市场二十多年的变化史就是资产重组的发展史。在市场日益完善、投资者不断增多的同时，资产重组也从最初的服务于国企改革发展到如今重组方案的多元化。

由于A股市场长期具有散户为主、估值偏高、泡沫较大的特点，广大中小投资者赌性较强、缺乏基本的投资知识，因此促使众多上市公司变着花样地“编题材”“讲故事”。而资产重组以其独有的造势功能和丰富的玩法，是“讲故事”的最佳素材，是推高炒作情绪的最好手段。同时，资产重组的方案和实施情况也确实会对公司的基本面产生较大影响。所以，对于每一位投资者而言，了解资产重组并正确对待资产重组，是熟悉市场并在市场中取胜的重要手段。

第一节　资产重组及其基本概念

资产重组是资本市场运行的重要一环，但其至今在学术界没有一个确切的定义，不同学者从不同的角度对它有所阐释。本书以实务为导向，故不对其概念做过多深究，只在中国资本市场的实际情况下，将其理解为使公司的某些状况发生改变的事项。改变以是否对其财务报表（主要是资产负债表、现金流量表、利润表）产生作用、引起变化为标准。

一、资产重组的类型

（一）并购重组

并购重组指并购方以收购的方式来获得目标企业的资产、技术、经营权或市场等资源。收购的方式一般分为两种：资产收购和股权收购。

资产收购是指收购方支付有偿对价直接取得目标公司资产所有权的一种收购方式。这

样可以快速、便捷地获得所需资源并划清与目标公司的界限。但如果收购目标公司全部资产，则目标公司应办理注销手续。

股权收购是指收购方直接向目标公司股东购买股份，从而实现获得控制权的投资行为。收购方按持股比例承担目标公司的权利与义务、资产和负债。一般所谓的“举牌”就是指这种情况。《证券法》规定，投资者持有一个上市公司已发行股份的5%时，应在该事实发生之日起3日内，向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告，并通知上市公司予以公告。

小贴士：要约收购和协议收购是股权收购的主要形式。要约收购指收购方向被收购方发出公告，约定以某价格购买其所有股东手中的股票，被收购方的投资者可以自行选择是否参与。该方法全程透明，有利于防止内幕交易。而协议收购一般是收购方直接与大股东进行协商，签订合同以确定股权的转移。

更进一步说，如果收购后选择合并成一家公司，即为吸收合并。吸收合并是指两家（或更多）公司合并成为一家，另一公司注销，彼此资产、负债也合并的重组方式。吸收合并一般会涉及换股问题，其在股市实务中也多有运用。

特别的，如果是非上市公司通过收购取得上市公司的控制权的行为，则被称为反向收购。一般在反向收购后，原非上市公司会进行资产置换，将自己的资产和业务注入上市公司以实现间接上市的目的，即借壳上市。

（二）资产剥离与出让

资产剥离与出让指公司为改善经营、提升整体经济效益，将原有资产的一部分进行分离或出售而获益的行为。如果资产剥离与出让发生在同一大股东旗下的不同公司里，则可能是对现有资源的重新整合。如果是以直接获取利润为目的，则资产出让多发生于业绩不良企业面临退市的最后一年。因为通过资产出让一般可以获取大量收益，直接改善财务状况。

（三）资产置换

资产置换指上市公司控股股东以优质资产或现金置换上市公司的存量呆滞资产，或以主营业务资产置换非主营业务资产等行为。该方法见效快，可以在短期内极大地改变公司面貌，也是目前实现借壳上市的重要步骤。

（四）债务重组

债务重组指在债务人发生财务困难的情况下，债权人按照其与债务人达成的协议或者法院的裁定做出适当让步，通过资产清偿、债务转换为股权或降息免息的手段促使债务人改善经营状况。

（五）其他类

由于我国有过长期实行计划经济的历史，因此在国有企业改制过程中还出现了其他类

型的资产重组。由于篇幅限制就不过多叙述，有兴趣的读者可以自行查阅了解。

二、资产重组的原因

任何一家公司都包含两大主体，一是投资者（股东），二是管理者。投资者的收益来源于所持股权价值的增长，而管理者的报酬则与公司业绩息息相关。所以从根本上说，二者的目的是一致的，即提升公司价值。因此，所谓资产重组的目的就是分析从哪些方面提升公司的价值。

（1）并购标的企业与原上市公司同属一个行业或一个产业链的上下游，则可以通过并购重组实现强强联合，增强抵御风险的能力，降低成本，发挥协同效应和规模效应，提升产品的竞争力。这种收购一方面可以直接获得正在运行的有关部门，减少自身建设的时间；另一方面可以减少竞争者，提升市场份额。例如，融创和万科先后入股链家，是房地产巨头延长产业链、关注存量房市场的表现。

（2）并购标的企业与原上市公司分属不同行业，则可以将其看作资本扩张、开拓新业务的举措。随着我国经济转型升级和产业结构调整的步伐加快，对新兴产业的并购成为很多上市公司谋求转型的重要举措。例如，天威视讯收购宜和购物，促使其将业务范围拓展至电视购物、网络购物等零售业务，有利于应对其他移动运营商的竞争。

（3）重组双方拥有相同的大股东，则可被认为是资源整合的有效途径。特别的，如果都具有国企背景，则是推进国企改革的重要内容。此类资产重组多集中于钢铁、煤炭等大型国有企业的背景下。通过重组，有利于实现国有企业的保值、增值，进一步发挥其国民经济的支柱作用。

（4）实现借壳上市。上市是实现公司市值飞跃的最有效途径，但上市资格本身又是稀缺“资源”。通过资产重组，非上市公司可以通过收购或股权转让控制上市公司，再运作资产置换以最终达到借壳上市的目的。从实际效果看，借壳上市可以大幅度提升公司市值，为股东带来超额收益。

（5）保壳。与借壳上市提升公司市值相对应，如果上市公司不幸退市，就会极大地降低市场对其估值，损害投资者和管理者的利益。因此很多资产重组是以保壳为目的展开的。上市公司可以通过资产出让或债务重组改善财务状况，从而继续留在A股市场。

（6）除此之外，上市公司资产重组还有进行再融资、获取先进管理经验等目的，但有的可能会涉及利益输送、内幕交易等损害中小股东利益的行为。例如，某股权结构较分散的上市公司上市后两年内即通过股权转让、收购与大股东相关企业、设立与大股东相关联的公司等方式转移资金2亿多元，致使其股价下跌超过70%。因此，投资者应审慎地看待上市公司资产重组的行为。

三、资产重组的意义

一般而言，通过适当、有效的资产重组，上市公司可以实现其增强公司的核心竞争力、进行再融资活动、摆脱退市危机或完成控制权转让的目的。无论是经由收购优良资产还是剥离不良资产或是拓展新业务，都有利于其促进资源的合理配置和提升资源的利用效率。而且，融资作为公司上市的一个重要目的，其本身也渗透在资产重组的过程之中。无

论是以发行股份购买资产为主要手段的并购重组，还是定向增发再行购买，都属于上市公司再融资行为。另外，资产重组作为实现保壳、卖壳的最重要途径，既是上市公司市值管理的重要手段，又是资本市场的长期关注热点。

第二节　中国特色的资产重组

一、资产重组是中国资本市场的基本特色

明目繁杂的资产重组是我国资本市场的一道独特“风景线”。其发生数量在近几年呈现“井喷”式增长的特点。据相关资料显示，中国证监会并购重组委在 2014 年共召开 78 次审批会议，总计审核 194 起上市公司并购重组申请，达到高峰。但在 2015 年，总计审核达到 336 起，又创新高。更据不完全统计结果显示，2015 年具有资产重组意图并进行公告的案例共有 1 444 起。2016 年，重组委总计审核 275 起上市公司并购重组申请，另有不少于 830 家公司试图策划资产重组。从中国证监会审核结果看，2015 年中国证监会无条件通过审核 191 起，有条件通过 123 起，未审核通过 22 起，通过率约 93.45%；2016 年无条件通过 130 起，有条件通过 121 起，未审核通过 24 起，通过率约 91.27%。重组被否的主要原因集中在以下方面：一是标的资产未来盈利存在重大不确定性；二是标的公司内部控制、财务会计存在一定问题；三是标的公司在公司治理、经营方面存在一定问题；四是涉嫌规避借壳或不符合借壳上市条件等。

交易金额方面，2015 年沪市通过并购重组增加市值 1.8 万亿元；深市交易金额 8 600 亿元，配套融资额超 3 000 亿元，两市合计约 3 万亿元，体量上大致与工商银行和中国石油两大巨头相等。从交易的支付对价方式来看，发行股份购买资产最常见，比例约占 50%，如果再算上股份＋现金的方式，这一比例将达到 85%以上。

另外，就重组方式而言，资产收购具有绝对的主导地位，是八成重组案例的首选方案，排在其后的有资产出让、资产置换和吸收合并。当然，以上各种方式在二级市场收获的反应也不尽相同。总体来说，受炒作情绪刺激，上市公司在复牌后可以取得一定涨幅，但涨幅多少取决于当时的外部环境和重组题材的影响。举例来说，2016 年年初实行的“熔断”政策和随即而来的恐慌效应，使得上证指数一度从 3 539 点跌到 2 638 点，跌幅超过 25%。受此影响，凡是在此区间前停牌的公司在复牌后都不得不经历一段“补跌”的过程。例如，同是作为吸收合并方案的长城信息（000748，已退市）与长城电脑（000066，现中国长城），在方案公布后的 2016 年 3 月复牌，随即经历了 3～4 个跌停板。而在 2014 年年末，中国中车（601766）在完成方案公布后，复牌连续取得 6 个涨停，股价一度从停牌前的 5.6 元/股涨到阶段性高点 14.27 元/股。对于其他方式来说，资产收购标的的盈利性、置入资产的质量及是否构成借壳上市，都会对公司未来股价产生较大影响。

二、上市公司资产重组的原因及特点

前面已经介绍了资产重组的普遍性原因和意义。中国资本市场的资产重组，除了具备一般的资产重组的共性外，更具有与众不同的特殊性。

从根本上说，中国上市公司热衷于资产重组的原因在于A股市场的估值虚高，泡沫过大。

图4-1反映了2015年9月13日—2017年1月1日美股与A股指数市盈率的情况。尽管我国主板可以保证与主流市场相对接轨的估值水平（几大权重股“功不可没”），但以创业板市场为代表的中小上市公司的估值存在巨大泡沫。如果将整体代表性较强的标普500指数和沪深300指数进行对比，截至2017年5月，前者的市盈率中位数是21.8倍，后者则为26.5倍。由此可见，中国资本市场的估值泡沫十分明显。

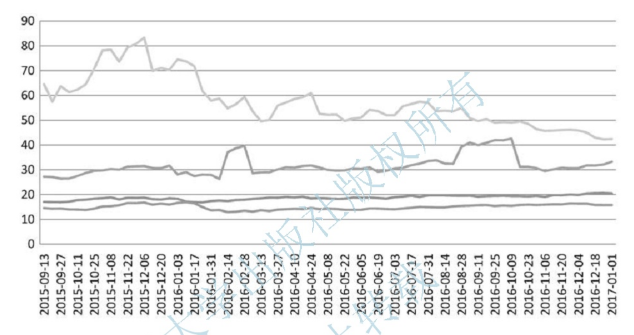


图4-1 2015年9月13日—2017年1月1日美股与A股指数市盈率的情况（数据来源：Wind资讯）

（由上至下分别对应创业板指数、纳斯达克指数、道琼斯指数、上证指数）

估值泡沫意味着公司重组有利可图。其逻辑在于通过重组，注入原本不属于A股估值体系中的资产。然后，新资产也顺理成章地要以A股的估值体系给予其一定高估。除此之外，资产购买是公司外延式扩张的重要途径，通过这一行为可以扩大公司的体量，降低其市盈率、市净率（新注入资产一般比较优质），使其成为一家不折不扣的“高成长公司”，最后引发二级市场的一轮炒作。

这种例子屡见不鲜：原美股上市公司完美世界（A股代码002624）于2015年运作回归A股。一个美股退市前折合成人民币66亿元的公司，在A股上市后立马获得不少于300亿元的估价，这样的案例其他国家的资本市场也有吗？再看与国内非上市（指不在主板、创业板上市）公司相比，上市带来的超额估值更为惊人。2014年挂牌新三板的中旗股份（A股代码300575）在两年后完成转板，实现了“乌鸡变凤凰”的蜕变。如果仅以上市首日申购价计算，估值提升了2.8倍。不少投资者调侃道：“曾经的6元你爱答不理，如今的中旗你高攀不起。”如果直接比较主板与新三板市盈率情况，截至2017年4月，市盈率大于0且在20倍以下的新三板做市转让企业有646家，占做市转让的40.1%。而同时期中小板处于40%分位值的市盈率为50.8倍。这也就难怪那么多新三板企业挤破头了也想转板，或是至少被纳入创新层以求获得估值的提升。

在此背景下，中国资产重组呈现出高收购溢价的特点。据有关资料显示，2015年深

市创业板收购标的的平均溢价率为 870%；其次是中小板，约 750%；最后是主板，为 650%。不断堆高的溢价率也引起了监管层的注意，对高溢价合理性的质疑也不断出现在交易所的问询函中。这种高溢价并非不合理。对于资产被收购方而言，本身的“优质”资产可以在 A 股市场获得更高估值，其必然要求收购方给予自身一定溢价的补偿，这一价格最终形成于双方的讨价还价之中。当然，有的资产收购涉及关联交易，甚至沦为大股东套现的工具，这都能成为高溢价收购的一个原因。

对壳资源的钟情是中国资产重组的又一特色。围绕壳资源，资本市场的不同主体展开借壳、卖壳、保壳大战。这里的“壳”指的就是股份制公司得以在二级市场流通的资格，更加形象地说就是一个代码。

股票发行主要有三种方式：审批制、核准制和注册制。在成熟的市场，公司上市一般采用注册制，简单地说就是任何企业只要提供法定的文件后就可以申请上市，在二级市场直接竞争形成价格。由于我国市场经济建设较晚，资本市场体系不够成熟，最初实行的是审批制。2001 年 3 月 17 日，核准制正式实行。它一方面取消了指标和额度的管理，并引进证券中介机构来判断企业是否达到股票发行的条件；另一方面，证券监管机构同时对股票发行的合规性和适销性条件进行实质性审查，并有权否决股票发行的申请。可以看出，在核准制下，政府依然对股票上市拥有裁决权。

在任何一个市场里，物品的价格都由供需双方的能力来共同决定，而中国的上市资格就是一种严重供不应求的稀缺“资源”，股民称其为“价值几十亿的代码”。因此，在未完全实行注册制时，对“壳”资源的炒作仍会继续。

三、借壳上市

借壳上市是中国资本市场的一大特色，也是炒壳的核心，因而有必要对其做简单的介绍。

借壳上市是指一家非上市公司通过资本运作取得对一家上市公司的控制权，然后将非上市公司的资产与负债置入的行为。根据《上市公司重大资产重组管理办法》第十三条认定，构成借壳上市需要满足：①公司的实际控制权实现变更；②包括购买资产总额、营业收入、资产净额指标其中一项满足规定。总的来说，所有借壳上市都实现了原上市公司控制权的变更和主营业务的改变，但其具体操作方案不尽相同。

成功的借壳上市一般遵循以下流程：找壳→制定方案、提交中国证监会→中国证监会审核→实际操作。

任何一个交易都包含买卖双方。这里面，作为买方的拟上市公司一般具有业绩良好、有潜力的特点。公司为了扩大规模，迫切需要来自社会的融资，因而涉及上市问题。一方面，拟上市公司可以走首次公开发行上市的道路，但如前文所述，在我国核准制的背景下，这一过程十分漫长。另一方面，拟上市公司可以通过资本运作，走借壳上市的道路。那么，什么样的上市公司适合作为壳公司呢？它们一般具有体量小（方便日后增发扩股）、公司财务不佳（卖壳欲望强）、干净（无资产纠纷官司）等特点。而作为卖方的上市公司，被借壳后会在原资产不受损失的基础上得到一笔“壳费”，同时享受留存股票的超额利润。如此一来，买卖双方一拍即合，接着就可以讨论具体的方案设计了。

借壳上市的具体方案以拟上市公司大股东如何获取上市公司的控制权，以及上市公司资产处理方式为关键。

（1）股权收购取得控制权：拟上市公司大股东通过二级市场购买或股份转让协议获得壳公司股东在壳公司中的股份，既而取得对壳公司的控制权。

（2）定向增发取得控制权：壳公司向拟上市公司大股东增发股票（体量为评估后拟上市公司市值）。由于拟上市公司的规模一般大于壳公司，则拟上市公司大股东会取得重组后新公司的控制权。定向增发规模以是否与壳公司价值作等额置换而不同。该方案较常见，因其一般均采用换股方式，避免了操作中大量现金的使用。

（3）壳公司置出：拟上市公司大股东取得壳公司控制权后将壳公司资产价值与拟上市公司资产价值作等额置换，大部分情况发生于拟上市公司定向增发过程中对壳公司的等额置换，少数经由壳公司股东资产收购再买回去。

（4）壳公司不置出：拟上市公司大股东取得控制权后不将壳公司原资产置出，而是将其作为自己的子公司继续发展。该情况在实务中情况较少。

上述只是借壳上市过程中较常见的交易方式，除此之外，还有回购注销、资产出售等模式。无论其方案如何变化，其最终目的都是为拟上市公司提供再融资的机会。

中国证监会的审核也是决定借壳上市成功与否的重要条件。特别是重组新规的出台，既加强了对并购重组的审核，又对构成借壳上市的标准做出了严格的限定，极大地打击了市场的炒壳行为。目前，借壳要求越来越严，并且与首次公开发行上市的标准愈发接近，这无疑会影响后期借壳工作的展开。不过也应该看到，借壳上市成功后的企业都取得了不错的发展。单从股价上看，每一位投资者都应该对其有所了解，乃至学会参与。

第三节　资产重组实例分析

一、发行股份购买资产

发行股份购买资产是A股市场最基础、最常见的重组方式。无论是以后介绍的吸收合并还是借壳上市等都是在其基础上的延伸。简而言之，这一重组方案一般包括以下几点。

（1）确定标的，聘请中介机构对其进行资产评估。

（2）确定发行股票定价，以此基准向被收购方发行股票（有的会夹杂一定现金）等额购买其资产。

（3）定向增发募集配套资金以用于相关项目的建设。

发行股份购买资产的特点在于不需要使用大量现金，不会对公司日常经营造成特别大的影响。此外，发行和定向增发的股票价格是透明的，并且都会有一定锁定期。对于普通投资者而言，这是一个相对透明的数据，在一定程度上可以判断主力的成本线。

这一方法可以应用于任何形式的收购或股权出售案例中。以深铁入股万科为例，其以不低于基准价（上市公司股份转让公告日前30个交易日每日加权平均价格的算术平均值）90%的22元/股（实际相对基准价为98%）购买华润手中的万科股份。因此，22元/股以下可以被认为是万科相对安全的区间，至少也是和大股东站在同一条船上。

二、股权收购

（1）股权收购往往意味着公司未来股价的大概率拉升，因而一般能引起二级市场的强烈反应。2016年被称为A股险资举牌年。安邦系、前海人寿、阳光系、百年人寿、泰康保险、国华人寿、平安系等几家主要保险公司斥重金在A股市场掀起一阵风雨。一时间，诸如万科A、中国建筑、吉林敖东等险资举牌概念股纷纷大涨。由于保险公司一般不以谋求控制权为目标，因此一般走二级市场直接收购的路径。除此之外，有的股权收购就是以公司控制权为目的。如果是双方协商的结果，则一般无事；如果相对被收购方而言是“恶意”的，那就是另外一番情况了。



宝能系入主南玻A（000012）

自2014年12月起，宝能系及其一致行动人前海人寿、钜盛华接连从二级市场买入南玻A的股票，至2015年12月，其持股比例超过25%，成为公司第一大股东。在买入公司股权的同时，宝能系也在进行自己对南玻A的改组。2015年5—12月，南玻副总裁张柏忠，董事郭永春、李景奇相继辞职；2016年11月15日晚间，南玻A发布公告称，包括公司董事长在内的7名公司高管同时集体请辞。短短一年时间，宝能系就完成了对南坡A的“大换血”。

对于公司而言，短期内的高层剧烈变动肯定会影响其正常经营。但是二级市场的投资者如果能够把握机会则可以获得盆满钵满的收获。打开南坡A 2014年12月—2016年12月的股价图，除经历了2015年上半年一波牛市行情之外，在2015年9—12月、2016年11月有过两次大爆发。如果将其与高层事件发生时间相匹配，则无一例外发生于宝能系行动的时期。由此可见，股权收购是资本市场的重要看点，是影响公司股价的重要因素。

（2）我国证券市场规定，如果某一股东及其行动人合计持有上市公司股票达到30%后继续增持，即会触发要约收购条款。要约收购是指收购人通过向目标公司的股东发出购买其所持该公司股份的书面意见，并按照依法公告的收购要约中所规定的收购条件、价格、期限及其他规定事项，收购目标公司股份的收购方式。

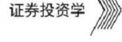
要约收购可以分为全面要约收购和部分要约收购。全面要约收购指收购方收购上市公司全部股份，部分要约收购则收购部分股份。部分要约收购中如果预受要约股份的数量超过预定收购的数量，收购人应当按照同等比例收购预受要约的股份。

另外，按照收购方的收购意愿，可以将要约收购分为自愿要约收购和强制要约收购。自愿要约收购一般是收购方出于增持目标公司股份或者巩固控股地位等目的而发出的要约收购，这种情况一般具有比较充足的想象力，市场反应较热烈；而强制要约收购属于按照收购法律必须进行的，市场反应较平淡。

 案例二

和谐恒源及天津赛克环要约收购四川双马（000935）

2016年8月19日，互为一致行动人的和谐恒源及天津赛克环通过协议转让方式获得拉法基中国所



持有的四川双马股份，两者合计占总股本的50.93%，触发要约收购条件。8月22日，四川双马发布收到的要约收购报告书。

根据报告书，本次要约收购为全面要约收购，收购期为一个月，收购对象为占公司总股本31.53%的无限售流通股，现金选择权价格为8.09元/股。

四川双马于8月22号复牌，复牌当日即取得一个涨停，收于7.71元/股。在又连续获得四个涨停板后股价调整了6个交易日。当大家以为行情结束时，四川双马迎来第二段爆发，从9月2日的10.74元/股涨到9月22日的21.91元/股；随后更是在盘整一段时间后于11月2日触及最高42元/股，较最初有近7倍的涨幅，成为2016年下半年的最大“妖股”。

诚然，四川双马的后期走势是游资、散户共同炒作的结果，与要约收购本身没有多大关联。但万事开头难，要约收购是四川双马早期得以爆发的重要推动力。落实到方案本身，首先这是一次全面要约收购，可以看出收购方有很强的意愿，这也增强了投资者的信心；其次，现金选择权提供了一个下有保底、上不封顶的投资机会，这更加刺激了A股投资者的赌性。

要约收购方案的关键在于收购方给予被收购方的现金选择权。理论上说，被收购方只要手上持有股票的成本低于现金选择权，就可以无风险获得股票成本与现金选择权之间的差价收益。实务中一般会出现以下两种情况：①市场大幅溢价，远超过要约收购价；②市场反响一般，股价在收购价附近波动。

对于第一种情况，主要发生在变更实际控制人的主动要约收购案例中，如四川双马。由于实际控制人的变更可以带来更大的想象空间，市场往往会给予更高的投资热情。因而对于那些想要低价甚至折价买入的投资者而言，这种机会十分渺茫。还有一种情况，就是大股东增持触发了被动要约收购的条件。此时，大股东往往是不想收购更多股票的，因而其持续增持股票堆高价格的可能性就会很低，如果投资者贸然买入溢价（相较于收购价）股票，那么很可能面临高位接盘的情况。

相较而言，第二种情况更常见。由于越靠近要约截止日，股价就会越接近要约收购本身的价格，这时就有必要分析其是否值得参与。正常情况下，只要最后的要约价高于其本身的市场价格，就会存在套利机会。假设要约价为20元/股，截止日前的市场价格为19.5元/股，则存在2.5%的套利空间。但在实际计算中，还要考虑收购方式是全面要约收购还是部分要约收购。特别是在上述第二种情况下，大部分是部分要约收购（市场反响一般）。部分要约收购意味着当预受要约股份的数量超过预定收购的数量时，收购人应当按照同等比例收购预受要约的股份，这里就存在稀释的问题。假设其中预受要约股份数量比预定的多出一倍，则说明每一位投资者只能卖出一半的股票，套利空间瞬间缩小到1.25%。而且这种情况下那些没有卖出的股份会出现价格下跌的概率很大，1.25%的安全垫可能不足以抵挡下跌而造成亏损。因此，是否参与要约收购还需要仔细斟酌。

三、吸收合并

吸收合并主要通过换股来实现。换股是指并购公司将目标的股权按一定比例换成本公司的股权。与一般的并购重组相比，吸收合并更为市场看好，因为吸收合并的双方力量一般比较均衡，重组的出发点更多是扩大规模、追求规模经济和协同效应。

吸收合并会出现套利的机会，其关键在于两家公司的换股比例。假设A公司计划合并B公司，约定的换股比例为$a:b$，即b单位B公司股票可转换为a单位A公司股票。理论上B

公司股票的合理价格 $P_B = a \cdot P_A / b$。B公司股票的合理价格往往与实际并购价格有偏差，这就给予投资者套利空间。



案例三

长城电脑（中国长城000066）吸收合并长城信息（000748已退市）

2015年6月17日，长城信息和长城电脑双双停牌；2016年3月10日，复牌并公告吸收合并换股方案。两公司以120日收盘均价计，长城电脑为13.04元/股，长城信息为24.09元/股，则换股比例为长城信息：长城电脑=0.541 3：1。

复牌后两家公司都发生了一定程度的补跌，最终在活跃成交的2016年3月16日，长城电脑收于13.18元/股，长城信息收于23.13元/股。若以此时计算，则长城信息价格折算到长城电脑价格为23.13元/股×0.541 3=12.52元/股，小于13.18元/股，约有5个点的折价［长城信息折价率=（长城电脑价格−长城信息折算到长城电脑价格）/长城电脑价格］，即在此时任何看好长城信息和长城电脑的投资者都不应该买入长城电脑，因为长城信息较之更便宜。

表4-1为2016年3月16日—10月31日两股票价格对比情况。可以看出，长城信息始终保持一定折价，即这一阶段买入长城电脑的投资者都买贵了。

表4-1 2016年3月16日—10月31日长城信息、长城电脑股票价格对比

日期	长城电脑价格/(元/股)	长城信息价格/(元/股)	长城信息折算到长城电脑价格/(元/股)	长城信息折价率	长城电脑相对现金选择权折价	长城信息相对现金选择权折价
2016-3-16	13.18	23.13	12.52	5.01%	−1.07%	3.99%
2016-3-28	14	23.44	12.69	9.36%	−7.36%	2.70%
2016-4-8	13.44	22.32	12.08	10.12%	−3.07%	7.35%
2016-4-20	12.86	20.34	11.01	14.39%	1.38%	15.57%
2016-5-3	12.34	20.13	10.90	11.67%	5.37%	16.44%
2016-5-13	10.71	16.97	9.19	14.19%	17.87%	29.56%
2016-5-25	10.5	16.66	9.02	14.10%	19.48%	30.84%
2016-6-6	10.85	17.43	9.43	13.09%	16.79%	27.65%
2016-6-20	10.38	17.55	9.50	8.48%	20.40%	27.15%
2016-6-30	12.75	19.62	10.62	16.71%	2.22%	18.56%
2016-7-12	13.2	21.66	11.72	11.21%	−1.23%	10.09%
2016-7-22	12.3	20.71	11.21	8.86%	5.67%	14.03%
2016-8-10	11.98	19.97	10.81	9.77%	8.13%	17.10%
2016-8-22	11.98	20.86	11.29	5.76%	8.13%	13.41%
2016-9-1	12.02	20.78	11.25	6.41%	7.82%	13.74%
2016-9-13	11.78	20.3	10.99	6.71%	9.66%	15.73%
2016-9-27	11.36	20.29	10.98	3.35%	12.88%	15.77%
2016-10-14	12.34	21.18	11.46	7.13%	5.37%	12.08%
2016-10-26	12.13	20.89	11.31	6.78%	6.98%	13.28%
2016-10-31	11.58	20.31	10.99	5.09%	11.20%	15.69%

当然，这种折价的存在也并非一点道理都没有，因为这一换股方案还有其他条件约束。

(1) 换股价格可调价期间，若深证综指（399106）或计算机指（399363）或军工指数（399959）在任一交易日前的连续30个交易日中有至少20个交易日收盘点数较长城电脑、长城信息因本次交易首次停牌日前一交易日即2015年6月17日收盘点数跌幅超过10%，则长城电脑、长城信息有权召开董事会，会议审议决定是否按照换股价格调整方案对本次交易换股合并的换股价格进行调整，同时也将带来现金选择权的调整。

(2) 本方案另设有现金选择权。如果持有此两种股票的投资者不想拿到换股合并后的长城电脑的股票，可以选择以长城电脑为13.04元/股，长城信息为24.09元/股的价格换回现金。现金选择权提供了一个确定“底部”，因而会受到市场追捧（表4-1即列出了一段时间内两股相对现金选择权折价情况）。

但需特别注意的如下。

① 只有在2016年3月16日收盘前持有该股票的投资者才有实施现金选择权的权利。而且他们还需要在3月28日股东大会上投反对票，所以一旦投反对票的股东太多，该重组方案可能被否；并且，若这部分股票在3月16日收盘后至现金选择权实施前卖出，则将失去这个机会。

② 现金选择权有调整的可能，即因股价持续变动达到一定幅度后引发换股价的变动，此时现金选择权也将调整。

综上两点增加了本次换股合并方案的很多不确定性，因此使得很多投资者望而却步。不过从最终结果看，上述参与套利的投资者都还是取得了一定的收益。



案例四

城投控股（600649）和阳晨B股（900935已退市，上海环境601200）

该案例是转板合并的典范。转板是指从一个资本市场转入另一个资本市场的过程。一家上市公司的股票在条件满足的情况下可以从一个板块转移到另一个板块。由于A股具有高估值、泡沫大的突出特点，以及A股制度愈发完善、交易量层层攀升，而B股呈现下降趋势，因此一些在A股市场、B股市场同时上市的公司谋求将其B股转成A股。

2015年6月19日，城投控股和阳晨B股双双公布换股吸收合并方案。

(1) 城投控股向阳晨B股全体股东发行A股股份，以换股方式吸收合并阳晨B股；合并生效实施后，城投控股将下属全资子公司环境集团以存续分立的方式实施分立。作为本次分立的存续方，城投控股继续运营房地产资产和业务及其他股权投资业务；作为本次分立的分立主体，环境集团的全部股权由城投控股届时全体股东按持股比例取得，集团变更为股份有限公司（即城投环境），并申请其股份在上海证券交易所上市。

(2) 本次换股比例城投控股：阳晨B股=15.50元/股：2.522美元/股，换算成人民币后比例约为1：1。

(3) 该方案向阳晨B股和城投控股股东提供现金选择权。第一次现金选择权价格分别为1.627美元/股（约合10元/股）和10元/股。同时向在方案吸收合并后、分立实施前的城投控股股东提供第二次现金选择权，现金选择权价格为10元/股。

该部分股东需在相应股权大会登记日前持有股票，并且登记后持续持有该部分股票直到现金选择权实施日。

与案例三情况类似，转板合并过程中也存在套利的可能，下面重点分析转板方案中的相对股价高低和现金选择权折价率。

由表4-2中的数据看出，阳晨B股的相对折价率先逐渐扩大后减少变负转为溢价。这意味着任何看好这一方案的投资者都应该早先买入阳晨B股，然后在折价转为溢价后卖出阳晨B股买入城投控股，以获得折溢价变化带来的超额收益，这也符合一般的套利思路。同时，两支股票的相对现金选择权溢价逐

步扩大也意味着市场对此方案较认可，即重组失败的可能性较小，故投资者参与可谓是真正的低风险套利。

表 4－2 城投控股与阳晨 B 股价格对比

日　期	阳晨 B 股	中间价（100 美元）	阳晨 B 股折算人民币价格	城投控股	阳晨 B 股相对折价率	阳晨 B 股相对现金选择权折价	城投控股相对现金选择权折价
2015－6－26	1.259	611.37	7.70	7.73	0.39%	22.62%	22.70%
2015－7－13	1.967	611.33	12.02	13.76	12.65%	－20.90%	－37.60%
2015－7－28	1.890	611.54	11.56	12.99	11.01%	－16.16%	－29.90%
2015－8－12	1.936	633.06	12.26	14.26	14.03%	－18.99%	－42.60%
2015－8－27	1.820	640.85	11.66	12.94	9.89%	－11.86%	－29.40%
2015－9－15	1.874	636.55	11.93	13.11	9.00%	－15.18%	－31.10%
2015－10－14	1.991	634.08	12.62	13.56	6.93%	－22.37%	－35.60%
2015－10－29	2.037	635.96	12.95	13.76	5.89%	－25.20%	－37.60%
2015－11－13	2.416	636.55	15.38	16.68	7.80%	－48.49%	－66.80%
2015－11－30	2.558	639.62	16.36	16.29	－0.43%	－57.22%	－62.90%
2015－12－15	3.298	646.59	21.32	21.13	－0.90%	－102.70%	－111.30%
2016－1－7	3.245	656.46	21.30	20.84	－2.21%	－99.45%	－108.40%
2016－1－22	2.643	655.72	17.33	15.16	－14.31%	－62.45%	－51.60%
2016－2－15	2.580	651.18	16.80	13.96	－20.34%	－58.57%	－39.60%
2016－3－1	2.406	653.85	15.73	13.22	－18.99%	－47.88%	－32.20%
2016－3－16	2.495	651.72	16.26	14.49	－12.22%	－53.35%	－44.90%
2016－3－31	2.677	646.12	17.30	15.32	－12.92%	－64.54%	－53.20%
2016－4－18	2.735	647.87	17.72	15.37	－15.29%	－68.10%	－53.70%
2015－5－4	2.693	649.43	17.49	15.10	－15.83%	－65.52%	－51.00%
2016－5－19	2.509	655.31	16.44	14.07	－16.84%	－54.21%	－40.70%
2016－6－3	2.558	657.93	16.83	14.72	－14.33%	－57.22%	－47.20%
2016－10－26	2.783	677.05	18.84	18.07	－4.26%	－71.05%	－80.70%
2016－11－10	2.963	678.85	20.11	20.09	－0.10%	－82.11%	－100.90%
2016－11－25	2.948	691.68	20.39	20.70	1.50%	－81.19%	－107.00%
2016－12－5	2.922	688.7	20.12	20.34	1.08%	－79.59%	－103.40%

对吸收合并案例的总结如下。

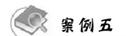
（1）吸收合并只要成功一般都可以被解读为利好。其方案核心在于换股价，思路是买入相对折价的品种，这样可以获得相对更高的安全垫。

（2）现金选择权是重要的参考指标。如果市场对这一方案比较认可，则股价相对现金选择权会大幅溢价，反之则意味着市场较为看衰，重组不过的可能性较大。

（3）风险主要来源于重组方案能否通过，一旦被否股价则会被打回原形，如全柴动力要约收购失败和南山控股换股吸收深基地 B 股失败案例，很多买在高位的投资者被迫“割肉”离场。另外，参与转板的 A 股和 B 股股价相关性会更强，一旦某个板块出现大跌会拖累另一品种。此外，重组周期一般较长，期间不确定因素也较多，转板更需考虑外汇条件，因此无法保证一定能够获利。

四、资产置换

资产置换一般伴随着公司主营业务的改变。在目前的资本市场实务中，具有国有企业背景的上市公司资产置换大多是国企改革的实现渠道；而民营企业的置换案例多发生于借壳上市的过程中。



案例五

中油资本置换＊ST 济柴（000617）

2016 年 9 月 5 日，＊ST 济柴晚间公告称：拟以重大资产置换并发行股份及支付现金的方式，购买中石油集团持有的中油资本 100％股权并募集配套资金。具体交易方案如下。

（1）公司拟以截至 2016 年 5 月 31 日经审计及评估确认的全部资产及负债，作为置出资产与中石油集团持有的中油资本 100％股权中的等值部分进行置换。

（2）拟通过发行股份及支付现金购买中石油集团持有的中油资本 100％股权，标的资产作价 755.09 亿元，公司拟向中石油集团发行 69.85 亿股及支付现金 60.36 亿元，合计支付资产置入置出的差额部分 750 亿元。

（3）计划通过定向增发向 10 名特定投资者非公开发行股份合计 17.5 亿股，募资资金 190 亿元，用于支付置入资产现金对价及配套增资。

方案一出即获得二级市场热烈反响，复牌后直接 7 个一字涨停板，阶段性调整后股价最高达到 24.31 元/股，公司市值直逼 2 200 亿元。直到方案出台八个月后的 2017 年 5 月，公司总市值依然有 1 400 亿元，大致是中油资本上市前的两倍。

通过本次资产重组，中石油集团实现了其“一箭双雕”的目的：一方面成功保住了＊ST 济柴的壳；另一方面实现其全资子公司中油资本的上市，成功以金融资产证券化的方式实现国有资产保值、增值。据＊ST 济柴往年财务报告显示，公司自 2011 年以来多数年份都在亏损，其希望借助主业实现扭亏为盈的可能性几乎为零；与此同时，中油资本的发展却十分强劲。鉴于此，中石油集团为促进资源的有效利用，进一步扩大优势而做出这一举措。通过本次重组，中石油集团实现了旗下金融产业的上市，既丰富了本身的业务种类，又有利于提高它为自身其他业务发展的能力，可谓国企改革成功的典型案例。

通过总结可以发现，具有国有资产背景的上市公司在资产置换中占有很大的比例。它们多集中于煤炭、钢铁、电力、基建、军工等传统行业，而这些行业本身具有很强的国企改革预期。其原因在于，这些行业都是由大型国有企业把控的，社会资源丰富，是改革的重点执行单位；同时，它们大多面临产能过剩、资源利用不合理等问题，也是改革的重点

对象，因此迫切需要转变主业、转型升级。研究2016年的一些案例后可以发现，诸如*ST油工（600339）、中航黑豹（600760）等公司的重组都是借力大的国有资产平台如中石油、中航工业集团等，这些股票也都给投资者带来不菲的收益。

五、借壳上市

借壳上市是资产置换后的特殊情况，即必须满足：①公司的实际控制权实现变更；②包括购买资产总额、营业收入、资产净额指标其中一项满足规定。借壳上市的原因和意义已无需多言，任何成功的借壳上市行为都为公司带来“质”的蜕变和股价的飞跃。2016年的资本市场也是快递行业表演的舞台，除申通快递早于2015年借壳“艾迪西”上市之外，圆通、韵达、顺丰在2016年纷纷借壳上市，成为资本市场的一大看点。



案例六

顺丰快递借壳鼎泰新材（002352）

2016年5月22日，顺丰控股全体股东与鼎泰新材、刘冀鲁及其一致行动人刘凌云签订“重大资产置换及发行股份购买资产协议”，拉开其借壳序幕。

（1）资产置换。双方的资产以2015年12月31日为基准日进行评估，置出原鼎泰新材资产作价8亿元，与顺丰控股的等额部分进行置换。

（2）发行股份购买资产。鼎泰新材对顺丰总资产与置入资产的差额425亿元以发行股份的方式购买其资产。经调整后，购买价格为10.76元/股。

（3）定向增发募集配套资金。以不超过11.03元/股的价格向特定投资者发行股份用于相关项目建设。方案公布后，鼎泰新材连续获得12个涨停。2017年2月末，顺丰的股价借改名一度从41元/股上升到73元/股，总市值一度超过3 000亿元，位列深市第一。

借壳上市后的企业其股价多会上涨，那么投资者该如何利用这一点获利呢？第一个思路是提前埋伏进那些有借壳预期的壳股。但现实中，壳股数量千千万，真正被借壳的终究只是少数。所以，此路难通。第二个思路适用于那些将壳资源问题“宏观化”的投资者，即从壳股本身的性质出发，利用轮动来获取壳资源的收益而不是单一个股的利得。

具体来说，好的壳资源应当满足体量小、财务不佳、干净等特点，所以可以对上述指标进行筛选。这里分享一个简单的分析思路：由于财务状况、是否干净涉及公司的基本面，研究起来比较麻烦，因此不将其纳入第一次考察的范围。故只剩下体量这一指标。这里以股票的总市值对其进行研究。根据理论，市值越低越容易被借壳，所以在排除次新股和创业板的股票后，可以按市值从低到高排出30（数字任意）家公司，接着再考察其基本面，最终留下10（数字任意）家公司。这10家公司的平均价值就可以被认为是市场目前对壳资源的定价。股价受很多因素影响，但究其根本还是由公司本身价值决定的。很多排名靠后的企业已经没有任何实际意义上的主业，说它只有一层空“壳”也毫不为过。既然如此，其股价也就是反映了市场对“壳”的定价。

投资者可以选择买入其中的几家股票并进行轮动。之所以加上轮动，其目的是获取超额收益。一般认为，倒数的几家公司其基本面都很差（不然市场上也不会给出这么低的估值），但差距不大，然而其股价依然每天有高有低。如果投资者每次交易都坚持买入最低的、卖出最高的，长久以往绝对可以跑赢最低总市值的变化幅度。这一方法与目前十分流行的低市值因子策略十分相像。区别在于前者对标的的遴选标准不同于后者，因为其总的方向是从壳资源的角度出发；后者则坚持买入总市值最低的股票并不断轮动，从历史回测效果来看，收益也十分显著。

上述思路的优缺点如下。

（1）风险相对较小、收益较大。对于任意两家公司，短期内，从总市值 100 亿元跌到 80 亿元轻而易举，熊市时两个跌停就可以实现；但从 30 亿元跌到 20 亿元几乎是不可能的（实际中 2017 年确实出现了这样的情况，不过这与整体大环境及监管层意志有关）。且不说小票一般有强庄控盘，就是一般 3～4 个跌停板后会有抄底大军杀入。每当一个新的最低市值出现后总会出现分歧，分歧就意味着博弈，所以小票具有较强的抗跌性。另外，散户在市场中最容易被庄家散布的各种信息误导从而造成追涨杀跌。但选择最低市值意味着你已经和庄家坐在同一条船上，市场上不会有比它还差的企业，所以信息不对称的缺陷可以被有效克服。而且，低市值被证明是很多年来一直保持强势的因子，虽然过往业绩不代表未来，但总是给予人很高的期望，很多投资者也不会轻易妥协。

（2）政策风险大。最低市值就是“壳价值”。如果“壳价值”大幅下降，那么这些小票也将一起下跌。现如今，最大的利空就是注册制，因为注册制让壳失去了存在的价值；最直接的利空是新股的大量发行，因为这是变相注册制。所以从长久来看，“壳价值”终会消亡，但会伴随着政策的进度产生上下波动，因而投资者在参与过程中还需万分小心。

六、整体上市

整体上市指一家公司将其主要资产和业务整体改制为股份公司进行上市的做法。一般而言，上市可以分为分拆上市和整体上市两种形式。相较于分拆上市，整体上市具有促进解决“关联”交易带来的“利益输送”问题，改善企业的管理层次等优点；同时可以实现发挥规模经济和协同效应的作用，更有利于做大企业规模，提升公司市值。目前，整体上市也是国有企业改革的实现途径之一。



江汽集团整体上市（江淮汽车 600418）

2014 年 7 月 10 日晚，江淮汽车发布重组预案：公司拟通过向江汽集团全体股东发行股份的方式吸收合并江汽集团。重组完成后江汽集团全部资产、负债、业务及与业务、资产直接相关的员工并入江淮汽车，江汽集团将予以注销。根据方案显示，本次发行股份数量约为 6.32 亿股，但由于江汽集团原持有江淮汽车 35.43%比例的股份，因此本次交易实际新增股份约为 1.77 亿股。同时，本次重组拟向不超过

10名特定投资者非公开发行股份进行配套融资不超过5.96亿元。

公告中称公司计划于7月11日复牌。复牌后江淮汽车的股票取得一定上涨，总体上可以认为市场对其解读是比较积极的、正面的。

本例中，江汽集团除持有江淮汽车股权外，还持有包括安凯客车、合肥车桥、江淮专用车、江汽物流、星瑞齿轮和江淮汽车融资等公司股权，因而这一重组有利于其实现旗下各平台资源的共享和整合，最终带来盈利能力的提升。

七、资产出售

资产出售可以帮助公司在短期内获得巨额收益，其在股市实务中大多应用于ST股企业保壳。前文提过，每年戴上ST帽子的上市公司不少，但真正退市的却寥寥无几。这就意味着每当公司濒临退市，企业总能使出起死回生术。企业的手段无非以下几种：资产置换、资产收购、资产出售，其中又以资产出售最便利。



案例八

*ST商城（600306）资产出售

由于商业城2015年度经审计的期末净资产为负值，根据有关规定，公司股票于2016年4月27日被实施退市风险警示，股票简称从“商业城”变更为“*ST商城”。

2016年11月11日，公司与太原茂业签订“股份转让协议”，公司拟将其持有的盛京银行全部非上市内资股股权8 550万股（占盛京银行股本总数的1.47%）以6.1元/股的价格转让给太原茂业，转让金额52 155万元。

2017年4月11日，*ST商城公布了2016年度的财务报告。报告显示2016年度归属上市公司股东的净资产为约6 693万元，2016年度实现营业收入约96 683万元，实现归属于上市公司股东的净利润约11 071万元。在各项条件基本满足的情况下，公司于4月11日申请撤销退市风险警示并最终通过。

在分析财务报告时可以发现，*ST商城的基本面并没有任何改善。在扣除非经常性损益后的净利润依然为负值，这说明盛京银行股权出售的获益是利润的最重要来源，也是公司摘帽的关键因素。

通过研究*ST商城摘帽前后的公司股价，可以窥探出每年ST股公司的一般操作路径。

目前存在的所有ST概念指数，都具有每年3—4月上涨、5月下跌的特点。这与ST股的摘帽和戴帽时间大致吻合。以2017年1月1日—4月30日完成摘帽的32家上市公司为例，绝大多数在1—3月的走势都是向上的，可谓“普涨”的局面，如中航黑豹（600760）、华菱星马（600375），在其他题材推动下走出一波大行情。但到了4月情况立马出现反转，这其中既有市场上对低市值、业绩差的杀跌情绪，更有“利好出尽即为利空”的意味在里面。一方面，3、4月是每年年报的集中发布期，也是摘帽兑现的时候。基于半有效市场的观点，3月末的股价已经可以反映市场对摘帽后企业的估值。摘帽成功即意味着“利好”兑现，所以空头力量会突然爆发，如果没有后续题材的深入，股价下跌是正常的。另外，有人摘帽就有人戴帽，那些新的被戴上ST帽子的公司的加入会对整体ST板块造成打压，既而压低股价。特别的，在这种情况下A股市场似乎又是一个无效市

场——即使那些会被挂以 ST 的公司早就可以预期（根据预期财务报表），但不到戴帽那一天股价总不会下跌，如 * ST 墨龙（002490）、 * ST 宝实（000595）都是在戴帽后迎来数个跌停，如果投资者可以提前离场的话就可以避免损失。

由此观之，ST 股企业有自己的一套走势趋势。投资者往往可以在年报公布前 2～3 个月进行埋伏，买入有摘帽预期公司的股票，待到年报公布前或达到心理预期后卖出，获得第一笔收益；紧接着，对于那些戴帽的企业，在其戴帽的 1 个月后选择买入，因为此时空方力量大多消耗殆尽，公司股价处于相对的低位，此时买入既可以做短线择机卖出，也可以做长线待到来年摘帽时再卖出，获取第二笔收益。长此以往，可以跑赢一般的 ST 股持有者。

八、债务重组

债务重组是企业破产重整的重要方式，一般发生于企业濒临破产、难以为继的时期。由于 A 股市场有着高估值、壳价值等特殊优势，任何企业都不愿意走破产清算、最终退市的道路。



案例九

ST 云维（600725）破产重组

2011 年上市公司发行债券“11 云维债”。根据发行文件，2016 年 6 月 1 日应对选择回售的债券持有人兑付本金并支付全部债券 2015 年 6 月 1 日—2016 年 6 月 1 日的利息。然而，公司因持续亏损导致无法清偿上述债务。

由于公司 2014 年、2015 年连续两个会计年度经审计的净利润为负值，2015 年度经审计的期末净资产为负值，公司股票于 2016 年 5 月被实行退市风险警示。至此，ST 云维同时面临债务和退市双重危机考验。

为了解决 ST 云维的困局，云南省国有资产监督管理委员会确立由圣乙投资（后更名为云南省国有资本运营有限公司）牵头解决相关债务问题。该公司于 2016 年 5 月 30 日代 ST 云维向中国证券登记结算有限责任公司上海分公司指定的账户支付了人民币合计 10 亿元。6 月 20 日，圣乙投资作为主要负责人向昆明市中级人民法院提出重整申请。

2016 年 11 月 16 日，公司正式公布重整草案并最终通过。

（1）剥离低效亏损资产、提高比例减值准备、通过公开拍卖等方式剥离其他应收款、可供出售金融资产、长期股权投资与无形资产等非货币性资产。

（2）暂时继续开展煤焦化产品贸易业务，以维持公司正常运营并择机注入优质资产。

（3）以云维股份现有总股本为基数，按照每 10 股转增 10 股的比例实施资本公积金转增，共计转增 61 623.50 万股。转增后全体股东同比例实际让渡转增后总股本的 15%，用于按照重整规定清偿债权人。

（4）对于普通债权的清偿以金融普通债权和非金融普通债权区分。30 万元以下的部分无论其特点皆以现金 100%清偿。30 万元以上的部分的清偿比例为 30%。金融普通债权的 6%以现金方式清偿，另外 24%以全体股东按照重整计划出资人权益调整方案让渡的股份按照 7.55 元/股的价格抵偿；非金融普通债权偿还比例为 30%，以现金方式实现。

重整过后的云维实现了 2016 年的扭亏为盈，为未来的资产重组迈出坚实的一步。

ST 云维的案例是中国资本市场债务重组的典型。该方案能够通过的根本原因在于各利益主体都有相同的目标，即挽救云维，防止其退市。一旦其进入破产清算程序，不仅不能获得更多的清算回报，更丧失了未来卖壳变现、东山再起的可能。此外，云南省国有资产监督管理委员会也不会放任旗下一家上市公司随意破产进而造成自身的利益损失。

本章小结

资产重组是上市公司外延式发展的重要方式，其主要形式包括并购重组、资产剥离与出让、资产置换、债务重组等。

估值偏高、泡沫过大是 A 股资产重组的根源，场内与场外资产的价格偏差促使上市公司热衷于并购重组；股民赌性更成为其催化剂。

资产重组的不同方式对公司股价会产生不同影响。一般而言，只要方案尚可都会产生积极的作用效果，这就使投资和参与资产重组变得有利可图。投资者应掌握一定的投资策略。

问题与应用

1. 2017 年的大发新股产生了实际上的注册制效果，试讨论其对次新股和壳股的影响。(注意分类考察并结合政策分析)

2. 2017 年产生了诸如“新都退”“欣泰退”等退市股票，试讨论所谓“博傻资金”为什么会上演最后的疯狂？其是否真的一文不值？

第五章　A股股价操纵常见方法

学习目标

1. 了解操纵股价的基本方法。
2. 能识别股价背后的陷阱。
3. 学会应用策略避开陷阱。

内容预览

股市中有一个铁律“七亏二平一赚”，亏损者绝大多数是中小投资者，也就是常说的散户。针对散户2016年的投资情况，某券商网站曾进行了一次股市问卷调查。调查结果显示，超过半数的散户2016年在股市的投资出现了亏损。其中，将近30%的散户2016年的亏损幅度超过20%，还有超过20%的散户亏损幅度小于20%。个人投资者人均亏损额超过1.3万元。同期沪指的跌幅为12.31%，大多数散户无法跑赢甚至跑平指数；即使在2015年前半年的大牛市中，仍有不少散户亏损。

散户为什么总是逃离不了亏损的命运？一部分人亏损是因为自身喜好追涨杀跌、紧跟热点，最终却在高位站岗做了“接盘侠”；还有一部分人亏损的原因是所持股票被幕后人员操纵并被其收割了“韭菜”。而这些幕后人员可能是上市公司大股东、“庄家”，也有可能是游资、“短庄”，他们的目的是盈利或完成某种利益输送。在A股投资的道路上，这样的“地雷”不在少数。本章重点分析A股市场常见的股价操纵方法，并配以丰富的案例。希望通过本章的学习，减少投资者未来在A股市场投资“踩雷”的概率。

第一节　操纵股价的目的

一、拉升股价

（一）高价甩卖以求获利

投资股票的目的之一就是盈利，所以高价抛出持有的股票很容易理解。游资会利用自身的资金优势，在吸收足够多的筹码后，迅速拉升股价，吸引跟风而来的散户，然后在高位通过一些盘中的操纵手法将筹码派出而盈利。上市公司同样也会做类似的事情，但上市公司控盘时间会比前者要长。比如上市公司可以通过发布利好消息或者与游资进行内幕交易不断推升股价，然后在股价高位时，上市公司股东进行减持套现，完成对散户的“收割”。

（二）高价增发减少稀释

增发即增加股票发行，定向增发即指定某个对象定向地对其增发股票。高价增发的对象往往没有大股东（实际控制人），主要对象可能是基金或其他有意愿入伙的投资者。股价高，募集一定量的资金可以减少增发对象获得股票的数量，减少大股东自身持股比例的稀释。为了方便理解，举例如下。

某公司总股本为1 000股，其中500股为大股东A一人持有，500股在市场流通。某日，该公司打算募集一些资金，投资者B有意向入伙500元，假如市场交易价格为5元/股，则增发价可能定为4元/股（一般定向增发价均比市场价要低），则B可以获得500元÷4元/股=125股，公司股本扩大为1 125股，A的持股比例由50%降到44.44%，B的持股比例为11.11%。如果A在二级市场拉升股价，使交易价格变为10元/股，增发价定为8元/股，则B可以获得62.5股，A的持股比例由50%降到47.06%，B的持股比例为5.88%，这就是所谓的"减少稀释"。

由于目前监管等原因，定向增发融资获批难度加大。

二、打压股价

（一）低点价位收集筹码

庄家为了高价抛出股票，必然会有在低点买入股票的过程，也就是所说的收集筹码，简称吸筹。吸筹过程是庄家在盘中利用手中拥有的少量筹码向下砸穿关键点位，吸引恐慌的散户跟风抛售，从而完成在低点收集筹码的过程。

（二）低价增发增加持股

与高价增发相反，低价增发对象往往是大股东自身。由于低价增发所需成本通常小于二级市场增持股份，因此大股东更愿意通过对自己进行定向增发来增大自己的持股比例，从而增强对上市公司的控制力，同时增发的这一部分股份也可以等待解禁时，通过在二级市场减持而大赚一笔。

实际上，操纵股价还有一个重要的目的就是上市公司与"老鼠仓"配合，"收割"二级市场的散户与基民，这也是下面要重点介绍的内容。

第二节　操纵股价的手段

一、上市公司操纵

（一）利用高送转

1. 高送转定义

高送转，其中"送"是指送红股，"转"是指转增股票。举例如下。

A 公司总股本为 1 000 股，A 公司某日公告进行资本公积金转增股本，以公司总股本 1 000 股为基数向全体股东每 10 股转增 30 股，简称“10 转 30”，假设股权登记日收盘时交易价格为 10 元/股，则在除权日时，A 公司总股本为 4 000 股，交易价格开盘前自动变为 2.5 元/股。

高送转实质是股东权益的内部结构调整，公司的资产、负债、股东权益的总额并没有发生改变，但总股本增大了，同时每股净资产降低了，它对净资产收益率没有影响，对公司的盈利能力也并没有任何实质性影响。

注意：高送转方案本身不产生价值，上市公司也无需拿出真金白银，但在曾经的 A 股市场大家却趋之若鹜，推动上市公司股价节节走高。目前 A 股市场对高送转炒作的监管日益加强，因高送转而大涨的股票已经减少。

2. 高送转的意义

高送转本意是上市公司认为自身具备高成长性，基于对未来发展前景的信心，有增大股本的需求，从而达到将上市公司做大做强的目的；并且通过高送转除权可以降低股价，增加股票在二级市场的流动性。举例如下。

某公司目前股票市场交易价格为 400 元/股，由于每笔交易至少需要交易 100 股（即一手），因此购买该公司股票至少需要 4 万元。如果该公司推出高送转方案，除权后，将股票交易价格变为 100 元/股，则购买该公司股票只需 1 万元即可，因此投资门槛大大降低，股票的流动性也就增强了。

由于过去 A 股市场中，高送转往往使股价短期有巨大涨幅，因此经常被一些上市公司利用，变成了其操纵股价的工具，进而达到某些目的。比如掩护大股东减持、帮助增发机构撤离套现等。最后在本质上都是由二级市场的散户来“买单”，成为这些既得利益集团的牺牲品。

3. 利用高送转操纵股价案例

煌上煌（002695）在 2016 年 6 月 30 日发布了 2016 年半年度利润分配及资本公积金转增股本预案的预披露公告。该公告中提到“以截至 2016 年 6 月 30 日公司总股本 124 989 282 股为基数，拟每 10 股送红股 5 股，每 10 股派发现金股利 1.25 元（含税）；同时进行资本公积金转增股本，以公司总股本 124 989 282 股为基数，向全体股东每 10 股转增 25 股，合计送转 374 967 846 股”。

此公告一出，煌上煌的股价便开始了应声上涨之旅。自 2016 年 6 月 30 日收盘价 46.60 元/股起算，后期股价最高为 143.91 元/股，区间涨幅达 208.8%。其中在刚公告的短短 5 个交易日内就贡献了 52.3%的涨幅，大幅激发了市场的热情，坐稳了 2016 年高送转板块的“龙头”。后期随着高送转板块的反复炒作，煌上煌股价持续上涨，走出了一波三倍行情。从这一案例可以看出，一份高送转公告能让 2016 年的 A 股市场极其亢奋，追高接力者无数。

但是 2017 年以来，中国证监会严格监管利用高送转疯狂炒作的不理性行为，特别是高送转后进行减持套现的上市公司属于严格监管的范围。所以高送转炒作有所降温，甚至有上市公司推出高送转加减持公告后，股价直奔跌停。

赢时胜（300377）在 2016 年度利润分配及资本公积金转增股本预案的预披露公告提到“拟以截至 2016 年 12 月 31 日总股本 297 013 332 股为基数，向全体股东每 10 股派发

现金红利 2 元（含税）；同时，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 30 股”。但是搭配着高送转而来的是减持预披露公告。

“在利润分配预案披露后 6 个月内，提议人兼公司董事长、总经理、控股股东、实际控制人、持股 5%以上股东唐球先生拟减持不超过 4 000 000 股公司股票。”

“控股股东、实际控制人、持股 5%以上股东兼公司董事鄢建红女士拟减持不超过 4 000 000 股公司股票。”

“持股 5%以上股东兼公司董事鄢建兵先生拟减持不超过 4 000 000 股公司股票。”

“持股 5%以上股东张列先生拟减持不超过 5 750 000 股公司股票。”

“公司董事兼副总经理周云杉先生拟减持不超过 2 000 000 股公司股票。”

“公司董事兼副总经理庞军先生拟减持不超过 1 539 555 股公司股票。”

前者高送转的原因是基于对公司未来发展的信心，而后者却是大股东大举减持自家股票，这是自相矛盾的。二级市场的散户也有一定的判断力，这种明目张胆的收割“韭菜”行为在当天即被砸跌停。

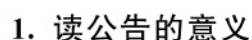
目前在 A 股市场，投资者已经逐步认清高送转的本质，减少了对高送转没有理性思考的炒作。没有业绩、借助高送转收割“韭菜”的上市公司不仅会被交易所的监管问询，在二级市场也会遭到大家的唾弃，股价不会一飞冲天反而会“跌跌不休”。而有业绩支撑高送转的股票也不一定会再出现像煌上煌的高走势。就算短期价格炒得再高，只要偏离了股票内含的价值太远，总会有一个漫长的价值回归时间段。比如炒作过后的煌上煌失去了炒作价值，股价开始走上价值回归之路（图 5－1）。



图 5－1 煌上煌 2016 年 11 月 3 日—2017 年 4 月 11 日的日 K 线图

（二）利用公告、研报

某些上市公司为了在二级市场推高股价，会不断发布利好公告，同时买通某些券商，让券商分析师作出各种正面评级的研报。伴随众多利好消息的轰炸和买入、增持评级的研报，二级市场散户误认为上市公司发展前景美好，故散户投资者增多，股价自然水涨船高。



1. 读公告的意义

读上市公司的公告是二级市场投资者了解公司经营情况，知晓公司筹划哪些重大事项等的重要方式。由于公告的信息是公开的，因此在公告中一些利好或利空的消息会对股价或多或少产生影响。但总有一些“消息灵通”的内幕人员可以提前知晓这些消息，所以有时候股价先于公告信息而有所反映。

上市公司的公告非常重要，是投资者掌握公司现状及基于现状判断公司未来的一个依据，作为投资者一定要读。但公告中套话居多，投资者要学会在其中搜寻有用的信息，同时尽可能发现套话背后隐藏的真实含义。

2. 公司研报简介

研报即研究报告，一般指的是证券公司或者投行的专职财务研究人员就某些行业的宏观发展或上市公司的经营情况和盈利情况做的分析，提供给投资者做参考。研报往往会给出投资评级，一般分为买入、增持、中性、减持、卖出。（注意：不同证券公司的评级标准不一样。）

由于A股市场中研报并非是完全客观的，研报中对于某些公司成长过于自信，因而定的目标价格过于夸大，参考意义不大，因此一般不建议阅读研报，以免影响自己对上市公司的判断。

3. 案例分析

万邦达（300055）公司于2010年登陆创业板上市，在2015年牛市高点原始股东清仓减持，5年时间内，合计套现近60亿元。在2014—2015年，原始股东为了达到清仓减持的目的，与当时著名私募泽熙资本合作。原始股东借上市公司不断发布利好消息，泽熙资本则负责在原始股东减持后一段时间内，保持股价不大幅下跌，并且从中获利。

万邦达的股价运作可以分为以下几个阶段。

2014年5—8月：公司公告并购昊天节能100%股权草案，这期间获得了中国证监会的批准，资产过户也顺利完成。因此在2014年度可以将昊天节能的财务合并至万邦达的财务报表，做出万邦达业绩持续增长的假象。

2014年9—12月：公告各种对公司业绩有正面影响的利好消息，继续给二级市场投资者以业绩增长的假象。

2015年1—3月：泽熙资本出现在十大流通股东中，引起二级市场跟风炒作，公告高送转预案，再次引导股价上行。

2015年4—6月：原始股东清仓减持套现，继续公告利好消息帮助泽熙资本获利。

万邦达2015年1月—2016年5月公告的利好消息见表5-1。在这一年多的时间内，大股东和泽熙资本利益一致，相互配合，操纵万邦达股价，使其上涨了近5倍，有人借着这轮上涨赚得盆满钵满，但无数散户被骗接盘，将财富拱手让人，血本无归。

表5-1　万邦达2015年1月—2016年5月公告的利好消息

时　间	公告名称
2015年1月5日	关于签订日常经营重大合同的公告
2015年1月23日	关于与芜湖市建设投资有限公司签署PPP（Public-Private-Partnership，政府和社会资本合作）模式项目合作协议的公告
2015年3月3日	关于与昆吾九鼎投资管理有限公司签署共同发起设立万邦九鼎并购基金之战略合作协议的公告
2015年3月11日	关于重大合同中标的公告
2015年3月26日	关于重大项目中标的公告
2015年4月20日	关于与乌兰察布市人民政府签署PPP项目合作框架协议的公告
2015年5月8日	关于签署城市供水BOT（Build-Operate-Transfer，建设-经营-转让）项目特许经营协议的公告
2015年5月11日	关于与福建纳川管材科技股份有限公司签署战略合作协议的公告
2015年5月25日	关于与陕西环保产业集团有限责任公司签署战略合作协议的公告
2015年5月27日	关于与日本东丽株式会社、东丽（中国）投资有限公司签署合资意向书的公告

（三）内幕交易

1. 内幕交易的定义

内幕交易是指内幕人员和以不正当手段获取内幕信息的其他人员违反法律、法规的规定，泄露内幕信息，根据内幕信息买卖证券或者向他人提出买卖证券建议的行为。通俗来讲，就是某些人提前得到利好（利空）消息，进而提前在股价上涨（下跌）前买入（卖出）股票。内幕交易行为人为达到获利或避损的目的，利用其特殊地位或机会获取内幕信息进行证券交易，违反了证券市场“公开、公平、公正”的原则，侵犯了投资公众的平等知情权和财产权益。

由于监管不够严，惩罚不够狠，目前A股市场内幕交易的现象仍然存在。正由于内幕交易的存在，在A股市场可以观察到这样一种现象：利好消息未公布前，股价就已经先行小幅上涨；利空消息未公布前，股价已经先行下跌。也就是股价先于消息有所反映。

2. 内幕交易操纵股价的典型案例——徐翔案

消息可以影响股价，如果能提前得到影响股价的消息，那么在股市中就可以立于不败之地。如果能和上市公司联手，可完全掌控上市公司的信息，甚至可以操控整个市场。徐翔，一位曾在资本市场叱咤风云的资本大佬，所管理的泽熙资本私募基金的收益率远胜其他同类基金，业内人士奉其为股神。然而“天网恢恢，疏而不漏”，2016年4月29日，青岛市公安机关因徐翔等人涉嫌操纵证券市场、内幕交易犯罪，依法将其逮捕。这些曾经让众多散户羡慕的高额收益实际上大多是非法所得。下面这个案例是徐翔在美邦服饰（002269）上的操作。

2014 年 9 月 26 日，泽熙 1 期（徐翔管理的投资公司的产品之一）与泽熙 11 期分别通过大宗交易方式，以 9.72 元/股分别买入美邦服饰 2 600 万股与 2 030 万股。

2014 年 9 月 27 日，美邦服饰公告控股股东通过深圳证券交易所大宗交易的方式减持 5 055 万股，减持均价为 9.72 元/股。

2014 年 9 月 29 日，泽熙 1 期和泽熙 11 期通过二级市场，以 10.72 元/股和 11.26 元/股全部抛出其手中美邦服饰股票。仅一个交易日后，泽熙 1 期和泽熙 11 期就获利超过 5 700 万元。同日，泽熙 6 期通过大宗交易方式，以 9.82 元/股的均价大笔买入美邦服饰5 055 万股。

2014 年 9 月 29 日晚上，美邦服饰公告控股股东通过深圳证券交易所大宗交易的方式减持 5 055 万股，减持均价为 9.82 元/股。

2015 年 4 月 1 日—20 日，泽熙通过集中竞价的方式清仓了美邦服饰的股票。按照其公布的出售均价 17.66 元/股计算，泽熙 6 期在美邦服饰上账面获利高达 3.96 亿元。

徐翔入场和离场的时间节点与上市公司的公告时间关系十分的微妙。

2014 年 9 月，也就是泽熙资本介入后很短时间内，美邦服饰就发布筹建上海华瑞银行的大利好，当时公司业绩不断下滑，正处于由盈利转为亏损的时间节点，股价对消息十分敏感，这个利好消息成功带来一轮股价炒作。在泽熙资本离场前，美邦服饰还实施了 10 送 5 转 10 派 1 元的高送转方案，这个公告又为泽熙资本拉高了一波股价。

此手法与万邦达案例极其相似：泽熙资本帮助拉高股价，上市公司发布利好（图 5 - 2、图 5 - 3）帮助泽熙资本全身而退。

美邦服饰：关于筹建上海华瑞银行股份有限公司获批的公告

图 5 - 2　美邦服饰发布筹建上海华瑞银行的公告

本公司2014年年度权益分派方案：以公司现有总股本1 011 000 000 股为基数，向全体股东每10股送红股5股，以盈余公积向全体股东每10股转增1股，每10股派1.00元人民币现金（含税；扣税后，QFII、RQFII以及持有股改限售股、首发限售股的个人和证券投资基金每10股派0.3元；持有非股改、非首发限售股及无限售流通股的个人、证券投资基金股息红利税实行差别化税率征收，先按每10股派0.65元，权益登记日后根据投资者减持股票情况，再按实际持股期限补缴税款[a]；对于QFII、RQFII外的其他非居民企业，本公司未代扣代缴所得税，由纳税人在所得发生地缴纳）；同时，以资本公积向全体股东每10股转增9股。

图 5 - 3　美邦服饰 2014 年度权益分派实施公告（部分内容）

2015 年，国家准备出手救市。按照救市资金的偏好，会选择经营稳定、业绩优秀的蓝筹股，从持股标的来看主要以稳健防御为主，如银行股、保险股，或者是抗跌的医疗健康板块，美邦服饰的基本面在当时绝对不应属于救市资金的标的，却被救市资金大笔买入，一度持股比例达 14.91％。

后来经过多方面调查，种种线索指向泽熙资本。原来是泽熙资本密谋利用救市资金买入美邦服饰，拉高美邦服饰的股价进而帮助自己解套。

2017 年 1 月 23 日，青岛市中级人民法院正式对徐翔案一审宣判：被告人徐翔、王巍、竺勇犯操纵证券市场罪，分别被判处有期徒刑五年六个月、有期徒刑三年、有期徒刑二年缓刑三年，并处罚金。

（四）其他操纵案例

1. 兜底式增持承诺

兜底式增持是指大股东或董事长发布公告号召本公司员工在二级市场买入本公司股票，若买入股票一年后发生亏损由大股东或董事长包赔，而盈利则归员工个人所有。这一现象最早发生在 2015 年股灾时期，2017 年 6 月此类型承诺又见苗头。一般来说，发布此类公告后，二级市场股价都会有向上冲高的表现，如安居宝（300155）在 2017 年 6 月 2 日晚公告兜底式增持公告后，其股价连续收获三个涨停。

> 鉴于公司股票非理性下跌，以及我本人对公司管理团队及公司未来持续发展的信心，公司股票投资价值已经凸显，为维护市场稳定，在此我倡议：安居宝及其全资子公司、控股子公司全体员工积极买入安居宝股票（股票代码 300155）。本人郑重承诺，凡于 2017 年 6 月 5 日—7 日，公司员工及公司全资子公司、控股子公司员工通过二级市场买入安居宝股票且连续持有 12 个月以上并且在职，若因增持安居宝股票产生亏损，由本人予以全额补偿，收益则归员工个人所有。（摘自安居宝关于公司董事长向全体员工发出增持公司股票倡议书的公告）

此举对上市公司市值管理来说不需要拿出一分钱，其他上市公司见此有效纷纷效仿，还有的上市公司马不停蹄地抄其他上市公司的兜底式增持公告，甚至公司名称都忘记改成自家的。可见此类公司大股东用心不在于经营公司，而是经营自家股票，或许可以给未来减持套现铺路。

兜底式增持看似利好，实则包含很多风险：第一，大股东只赔偿该公司员工，二级市场散户跟风买入并不能被兜底赔偿；第二，员工响应兜底式增持的详细计划没有透露，为大股东以后找借口推脱责任埋下伏笔；第三，员工响应号召但亏损了，大股东不一定会真正给予赔偿，因为赔偿的是该公司的员工，大股东只需要将该员工辞退即可不履行赔偿义务。

所以，此类公告不能构成真正的利好消息，投资者在投资时一定要擦亮自己的双眼。

2. 虚假陈述

在阅读公司公告时，投资者会发现开头几乎千篇一律："公司董事会、监事会及董事、监事、高级管理人员保证报告内容的真实、准确、完整，不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并承担个别和连带的法律责任。"但是有的上市公司只把这句话当作套话，在公告中仍然充斥着虚假陈述和误导性信息，致使二级市场散户损失惨重。

2015 年 11 月 14 日，鞍重股份（002667）发布九好集团的借壳预案（图 5-4），后者 100％股权的交易作价为 37.1 亿元。若交易成功，上市公司的实际控制人将变更为九好集团实际控制人郭丛军、杜晓芳夫妇，进而构成借壳上市。

鞍重股份：重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案

图 5-4　鞍重股份发布关于交易预案的公告截图

经过这个消息的刺激，鞍重股份股价拔地而起，2015 年 11 月 26 日复牌后更是连拉 11 个一字涨停板，最高涨至 87.78 元/股。半年后，鞍重股份和九好集团收到中国证监会立案调查通知，借壳上市计划暂时停止。中国证监会调查发现，九好集团在财务报表上存在各种虚假信息。在交易预案中，九好集团通过各种手段虚增自己的资产，其中虚增 2013—2015 年服务费收入 2.6 亿余元，虚增 2015 年贸易收入 57 万余元，虚构银行存款 3 亿元，未披露 3 亿元借款及银行存款质押。以此将自己包装成价值 37.1 亿元的“优良资产”，企图达到借壳上市的目的。

以上调查表明，鞍重股份在交易预案中披露的九好集团的信息存在虚假陈述或重大遗漏，对市场投资者买卖鞍重股份的股票造成了重大误导，使二级市场投资者蒙受了巨大损失。鞍重股份的股价也进入了“跌跌不休”的状态，在 2017 年 4 月 24 日股价最低跌至 17.68 元/股，相对最高点达到了近 80%的跌幅，无数散户的血汗钱也随之“蒸发”。

中国证监会对九好集团、鞍重股份及主要责任人员在《证券法》规定的范围内顶格处罚，对本案违法主体罚款合计 439 万元；同时对九好集团造假行为主要责任人员郭丛军、宋荣生、陈恒文等人分别采取终身证券市场禁入及 5～10 年不等的证券市场禁入措施。二级市场散户因被“忽悠”买入鞍重股份造成亏损而采取了索赔维权活动。

3. 业绩变脸

＊ST 墨龙（002490）是一家在深圳证券交易所上市同时也在香港交易所（证券名称山东墨龙，00568）上市的公司。该公司曾经在香港交易所披露的公告称：2015 年亏损 2.59 亿元人民币。但在 2016 年 10 月 27 日，该公司在深圳证券交易所披露的第三季度报告（表 5-2）正文中称：2016 年预计扭亏为盈（图 5-5）。市场将其解读为利好消息，很多投资者被骗进场接盘。

表 5-2　＊ST 墨龙 2016 年第三季度报告（部分内容）

项　　目	本报告期金额/元	本报告期比上年同期增减
营业收入	294 685 580.51	11.11%
归属于上市公司股东的净利润	2 303 876.43	−4.21%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	1 861 357.34	9.42%

四、对 2016 年度经营业绩的预计

2016 年度预计的经营业绩情况：与上年同期相比扭亏为盈

图 5-5　＊ST 墨龙 2016 年第三季度报告中称扭亏为盈的内容

但是到了 2017 年 2 月 3 日，＊ST 墨龙发布了 2016 年度业绩预告修正：预计 2016 年度业绩为净亏损 4.8 亿～6.3 亿元。时间仅仅过去三个月，业绩竟然发生如此大的改变，不得不让人质疑 2016 年第三季度报告的真实性。而且在这三个月期间，＊ST 墨龙董事长、实际控制人张恩荣和总经理张云山父子二人在内幕信息敏感期内减持＊ST 墨龙股票，减持金额分别为 2.78 亿元及 820 余万元，避免亏损的金额分别为逾 200 万元和近 180 万

元，两人累计减持3 750万股，套现超3.5亿元。

业绩变脸的事情败露后，*ST墨龙股价接连受挫，自2016年11月2日阶段高点13.55元/股一路下跌，最低跌至4.33元/股，跌幅达68.04%，持仓的散户亏损严重。

*ST墨龙粉饰业绩、误导投资者掩护大股东减持的手段遭到了深圳证券交易所的问询及中国证监会的立案调查。调查发现，山东墨龙自2015年以来，为了粉饰季度报告、半年报财务数据，通过虚增售价、少结转成本等手法，虚增净利润，将2015年、2016年的一季报、半年报、三季报净利润由亏损披露为盈利。最终中国证监会对张恩荣、张云山二人分别没收违法所得，并处以3倍罚款。

4. 造假上市

欣泰电气（300372）是一家从事节能型输变电设备等系列业务的服务商，于2014年1月27日首次登陆深圳证券交易所创业板上市，募集资金达2亿元；时值创业板牛市，欣泰电气股价一度冲击至63.82元/股。但实际上，此公司利用虚假的财务数据骗过了中国证监会的“眼睛”，蒙混过关得以上市。

未上市前，欣泰电气披露的财务报告截至2011年12月30日，虚构收回应收账款逾1亿元，少计提坏账准备659万元；虚增经营活动产生的现金流净额约1亿元；截至2012年12月31日和2013年6月30日，虚构大额收回应收账款、少计提坏账准备，虚增经营活动产生的现金流净额。上市后，欣泰电气的财务报告造假行为仍在持续。其连续造假行为引起了中国证监会的注意并于2015年7月14日对其立案调查。

经历一年的调查取证，2016年7月8日中国证监会通报：欣泰电气被正式认定为欺诈发行，启动强制退市程序，并且根据相关法律规定，不得重新上市，暂停上市满一年后正式在深圳证券交易所摘牌并将其转移到全国中小企业股份转让系统交易。欣泰电气因此成为两市欺诈发行“退市第一股”。2016年7月12日欣泰电气复牌，股价开启连续一字跌停模式。

自启动退市程序以来，欣泰电气连续11个一字跌停板，持仓的无论是散户还是大户机构均未幸免，无数血汗钱随之蒸发。按照启动退市前一个交易日收盘价14.55元/股和退市最后一个交易日收盘价3.03元/股计算，这期间跌幅达79.18%，也就是说假设曾经持仓1万元市值到退市后就仅剩2 082元左右。

二、盘中交易操纵

（一）虚假申报

1. 定义

深圳证券交易所《交易规则》第6.2条第（五）项规定：“频繁申报和撤销申报，或大额申报后撤销申报，以影响证券交易价格或误导其他投资者”属于异常交易行为。

第6.2条第（六）项规定：“集合竞价期间以明显高于前收盘价的价格申报买入后又撤销申报，随后申报卖出该证券，或以明显低于前收盘价的价格申报卖出后又撤销申报，随后申报买入该证券”属于异常交易行为。

盘中虚假申报，主要是少数投资者通过频繁、大量的申报并撤销，刻意影响行情系统展示的5档委买、委卖数量对比，造成市场买入（卖出）需求假象，从而诱导其他投资者跟风买入（卖出）并伺机从中获利。

这种违规操纵手段比较常见。

2. 案例

2015年9月11日，中国证监会通报：对马信琪涉嫌操纵暴风科技（300431）股票价格和孙国栋涉嫌操纵全通教育（300359）等13只股票价格两案调查审理完毕，并作出行政处罚。两案的操作手法均是通过虚假申报等方法影响相应股价，并快速反向卖出股票获利。中国证监会对马信琪和孙国栋分别作出没收违法所得44万元和1 129万元，并处以132万元和3 389万余元的罚款。

其中，马信琪在2015年7月31日多次大笔申报买入暴风科技股票后快速撤单，以不成交或少量成交的方式拉抬暴风科技股价，随后快速反向卖出之前持有的部分股票获利。而孙国栋在2014年12月—2015年5月，在开盘集合竞价阶段、连续竞价阶段、尾市阶段通过虚假申报和连续申报抬高股价等方式影响全通教育等13只股票价格，并于当日或次日反向卖出股票获利。

（二）自买自卖、对敲及对倒

1. 定义

深圳证券交易所《交易规则》第6.2条第（二）项规定："单个或两个以上固定的或涉嫌关联的证券账户之间，大量或频繁进行反向交易"属于异常交易行为。

自买自卖是指一个账户，自己挂的卖单或者买单还没有成交的情况下，在同一只股票上做相反的操作。例如，首先以10.00元/股申报卖出某股票，随后用同一账户申报10.00元/股买入自己申报的卖单，这就是自买自卖（即反向交易）。

对敲是指大资金在自己管理的多个账户之间进行交易。例如，用某账户先以10.00元/股申报卖出某股票，随后用另一账户申报以10.00元/股买入自己申报的卖单，这就形成了对敲。

对倒是指几路不同的资金合作，相互之间倒筹码的行为。

三种行为本质是一样的，为了制造成交量，吸引其他投资者跟风买入或卖出，并借机获利。

2. 案例

2015年9月25日，中国证监会作出正式行政处罚决定：唐汉博控制12个账户，利用资金优势和持股优势以连续买卖、虚假申报等方式操纵银基发展（000511，现已退市）股票价格，获利252.89万元，对其处以没收违法所得和5倍罚款的顶格处罚。

唐汉博曾经因涉嫌操纵华资实业（600191）股票价格而被中国证监会处罚。中国证监会公开的信息展示了唐汉博盘中操纵股价的过程：2012年2月27日—3月2日，唐汉博控制的10个账户主要使用同一台计算机在北京某大酒店进行下单委托，采取虚假申报、在其实际控制的账户之间进行交易等方式影响华资实业股票交易量和价格，致使华资实业

股票收盘价从 2012 年 2 月 27 日的 6.02 元/股上升至 3 月 2 日的 6.36 元/股，其个人实际盈利 649 万元。

中国证监会认定，该行为违反了《证券法》“在自己实际控制的账户之间进行证券交易，影响证券交易价格或者证券交易量，构成自买自卖操纵”的规定。

（三）涨跌幅限制价格大额申报

1. 定义

深圳证券交易所《交易规则》第 6.2 条第（四）项规定：“单独或合谋，以涨幅或跌幅限制的价格大额申报或连续申报，致使该证券交易价格达到或维持涨幅或跌幅限制”属于异常交易行为。

涨停价大量申报买进，制造了虚假的股价和市场交易活跃的假象，吸引其他跟风投资者入局，意图掩饰操纵股价的实质。而跌停价大量申报卖出，制造了恐慌的气氛，吸引其他投资者跟风卖出，从而达到在低点吸收更多筹码的目的。

这种操纵手法常被一些知名游资在某些股性活跃的股票中进行博弈使用。

2. 案例

中国证监会的处罚书显示，李国东实际管理的梁健超等四个账户多次操纵长春一东（600148）股票。

具体过程：李国东管理的邓颖怡、陈赋恩账户于 2012 年 5 月 17 日买入长春一东股票 309 507 股。2012 年 5 月 18 日该股票价格一直处于下跌状态，李国东在当天 14: 36: 10—14: 48: 23，利用邓颖怡、陈赋恩账户共申报 14 笔卖出委托，合计委托卖出 295 507 股，其中 13 笔委托为涨停价 11 元/股，远高于前一秒该股票 9.76～9.80 元/股的市场成交价。此外，在 14: 58: 45—14: 59: 48，李国东在其管理的其他账户上共申报 15 笔买入委托，其中，14 笔委托为涨停价 11 元/股，远高于前一秒 9.79～10.45 元/股的市场成交价。前述 15 笔买入成交 507 400 股，占该时段长春一东股票成交量的 89.9%。

在长春一东股价处于下跌状态的情况下，李国东以涨停价大量申报卖出，并在涨停申报卖出之后 10 分钟，以涨停价大量申报买进。当股价已达涨停价时，李国东继续以涨停价大量申报买入。买入总成交量约占该时段长春一东股票交易量的 90%。上述买卖委托发生在收市前半小时内，买卖委托价格绝大多数相同，并且相关委托大部分已成交，成交数量占同时段全市场成交量的 45.5%。中国证监会认为，李国东的上述行为，制造了虚假的股价和市场交易活跃的假象，致使长春一东股价短时间内从 9.76 元/股上涨至 11 元/股。

（四）拉抬打压

1. 定义

深圳证券交易所《交易规则》第 6.2 条第（三）项规定：“单个或两个以上固定的或涉嫌关联的证券账户，大笔申报、连续申报、密集申报或申报价格明显偏离该证券行情揭示的最新成交价”属于异常交易行为。

拉抬打压是少数投资者在盘中交易时以逐渐偏离当时成交价的价格，大额委托、频繁

委托并且反复撤单的方式，使股价短时间内迅速上涨或者下跌，在盘面中形成“火箭发射”或“直线跳水”的现象。

2. 案例

以 2017 年 5 月 3 日凯发电气（300407）的交易为例（图 5－6）。在上午的交易中，成交价一直在 18.16 元/股左右震荡，下午开市交易，即有大单拉升股价，将股价定在 18.20 元/股以上，随后在 13: 07，再次出现偏离当前交易价格的大单将股价拉升至 18.60 元/股；最后在 13: 10 左右，股价从 19.00 元/股大幅升至当天涨停价 19.59 元/股。

:39	18.15	▲0.34	31 ↑
:42	18.15	▲0.34	5
:54	18.16	▲0.35	35 ↑
:57	18.16	▲0.35	39
11:30	18.17	▲0.36	87 ↑
:03	18.15	▲0.34	1 ↓
13:00	18.17	▲0.36	836 ↑
:06	18.24	▲0.43	2264 ↑
:09	18.23	▲0.42	39 ↓
:12	18.23	▲0.42	2
:15	18.25	▲0.44	163 ↑
13:07	18.38	▲0.57	72 ↑
:03	18.38	▲0.57	36
:06	18.36	▲0.55	74 ↓
:09	18.38	▲0.57	37 ↑
:12	18.36	▲0.55	18 ↓
:15	18.42	▲0.61	200 ↑
:18	18.40	▲0.59	19 ↓
:21	18.38	▲0.57	10 ↓
:27	18.40	▲0.59	226 ↑
:30	18.45	▲0.64	232 ↑
:33	18.40	▲0.59	19 ↓
:36	18.49	▲0.68	239 ↑
:39	18.50	▲0.69	1264 ↑
:42	18.56	▲0.75	280 ↑
:45	18.58	▲0.77	262 ↑
:48	18.58	▲0.77	15
:51	18.60	▲0.79	436 ↑
:54	18.60	▲0.79	87
:57	18.66	▲0.85	490 ↑
13:08	18.65	▲0.84	177 ↓
:03	18.71	▲0.90	568 ↑
:06	18.70	▲0.89	63 ↓
:09	18.75	▲0.94	283 ↑
:12	18.80	▲0.99	706 ↑
:15	18.90	▲1.09	437 ↑
:18	18.90	▲1.09	84
:21	18.91	▲1.10	193 ↑
:24	18.96	▲1.15	214 ↑
13:10	19.00	▲1.19	178 ↑
:03	19.00	▲1.19	296
:06	19.00	▲1.19	185
:09	19.10	▲1.29	277 ↑
:12	19.10	▲1.29	253
:15	19.20	▲1.39	1711 ↑
:18	19.59	▲1.78	2730 ↑
:21	19.59	▲1.78	1368

图 5－6　凯发电气 2017 年 5 月 3 日分时成交情况

这种行为十分容易受到交易所的监控，但类似的情况每天都会发生，并且为数不少，所以交易所也难以面面俱到。

盘中操纵与上市公司操纵不同，上市公司操纵更具有隐秘性，需要投资者发现公开信息披露中的蛛丝马迹，对公开信息进行去伪存真。盘中操纵比较明显，如果仔细观察盘面是可以看出的，但是盘中操纵往往时间很短，留给投资者思考的时间也短，当思考不清楚时最好的选择不是买入，而是远离。

第三节　避开陷阱的方法

一、坚持价值投资

A股市场估值普遍偏高，创业板平均水平仍然处于高估状态。截至2017年5月17日，刨除未开板的次新股，两市市值最小的公司市值也有22亿元。而这家公司在2016年度仅实现605万元净利润；再比如*ST墨龙（002490），按照2017年5月17日收盘价算，公司市值38.2亿元，该公司在香港交易所也上市，在港股中给出的估值仅为10.1亿元人民币。造成这一状况的原因就是A股上市公司具有“壳”价值。目前A股市场首次公开发行上市提速，壳价值已经在不断下降。A股市场估值普遍高于B股市场（A股权益与B股权益完全相同），比如鲁泰A（000726）在2017年5月17日收盘价为11.94元/股，但鲁泰B（200726）收盘价仅为9.06港元/股。这主要是因为A股市场的流动性比B股市场好，而且持有A股还可以参与打新股。

A股市场中不乏几百倍、上千倍市盈率的股票，这种没有良好业绩支撑的股票在炒作后必然会有一个价值回归的过程。在价值回归的过程中，必然是众多盲目投资的散户的血汗钱随之蒸发。

而价值投资则是投资真真正正做实业的上市公司。此种上市公司不断成长，内含价值不断提高，因此其股价也将会随着价值的提高而上涨。但是价值投资也要注意选取被市场低估的品种，否则盈利空间将会被压缩。判断低估与否可以通过市盈率、市净率和市盈率相对盈利增长比率等指标衡量，也可以通过其他方式进行衡量。

2015年股灾前的格力电器（000651）最高价为30.05元/股，股灾后最低价仅为14.22元/股。而这期间公司的基本面没有发生重大的变化，所以可以认定股灾后的格力电器股价是被低估的。到2017年5月，格力电器股票市场交易价格在33元/股左右，哪怕是在牛市末尾接盘的投资者如今也已经解套并有盈利，而在股灾后买入的获利更大。

坚持价值投资分享优秀的上市公司成长红利是一个正确的策略。股神巴菲特也正是依靠价值投资坐稳了股神的位置。在如今A股市场首次公开发行上市提速的大环境下，垃圾股、“壳”股价值不断降低，而对于被低估的优秀的上市公司，市场会逐渐给其一个合理的估值。

二、仔细研读公告

上市公司公告的重要性在本章第二节已经强调。上市公司公告中隐藏着各种机会，仔

细阅读公告也能发现上市公司的风险，但A股市场仍有许多散户不阅读上市公司公告。

利用上市公司第三季度报告和年度报告预告来判断该公司是否会被实施退市风险警示是最有效的利用公告规避风险的方法。由于刚被戴帽的股票往往都会一字跌停，因此若能做到提前判断股票会被戴帽而提前卖出就可以很好地规避风险。比如，匹凸匹（600696）在2017年3月27日被更名为*ST匹凸匹后，连续3天跌停。

三、选择轮动策略

A股市场中散户的最强对手盘是庄家、游资。庄家和游资也总是成功“收割”散户。如果选取轮动策略，则可以避免被庄家摆布的命运。

所谓轮动策略是指按照一定指标，将某一类投资品种一律视为平等，永远选取一个最被低估的持有。这个指标可以是市盈率，也可以是市净率，当然也可以是自己制定的其他指标。实践已经证明，轮动策略是一个可以长期战胜市场的策略。下面简单介绍一下分级基金A类轮动策略。

市场中有许多A类分级基金，但各自的交易价格各不相同，有的低于单位净值，有的高于单位净值。分级基金A类轮动策略的指标是折价率。该策略是在市场中选取目前价格相对于单位净值折价率最大的品种买入并持有。由于市场是波动的，一定会出现新的A类分级基金，其折价率大于原先持有的，则此时卖出原先持有的A类分级基金，买入新的折价率最大的A类分级基金，这就是分级基金A类轮动策略。由于分级基金A类的债性，分级基金A类轮动策略风险低，熟练的分级基金A类轮动投资者的年化收益率可以超过20%。

在开发新的轮动策略时，不要急于加大资金，可以先用少量资金尝试该策略是否有效，也可以通过回测来检验该策略是否有效。

四、做好仓位管理

仓位管理的目的是防控风险，比如意外事件“黑天鹅”发生导致大幅损失。

2017年5月12日上午11:05左右，英力特（000635）突然闪崩至跌停，中午紧急停牌，原因是有影响股价的重大事项未披露。英力特之前股价一直维持在25元/股左右，天元锰业要要约收购二级市场英力特的股票，如果交易成功，要约收购价格为25.89元/股，存在套利空间。5月12日晚，英力特公告披露与天元锰业的交易存在不确定性，未能获得上级部门批准。所以5月12日上午闪崩的原因是提前得到消息的内幕资金跑路，只留下信息匮乏的散户连吃3个跌停（图5-7）。如果满仓持有英力特做套利就会损失惨重。

如何确定一个比较合理的仓位呢？这里介绍一下凯利公式。该公式解决了在正和游戏（赢家所得比输家所失要多，或者没有输家，结果为双赢或多赢）中，长期增长率最大化的问题。

$$F=(bp-q)/b$$

式中，F为合理仓位比例；b为赔率；p为胜率；q为败率。

在股市中，长期战胜市场一定要参与高赔率或高胜率的交易。一般来说，高赔率交易轻仓参与，高胜率交易加大仓位，如果遇到二者皆存的交易则是一个良好的机会。

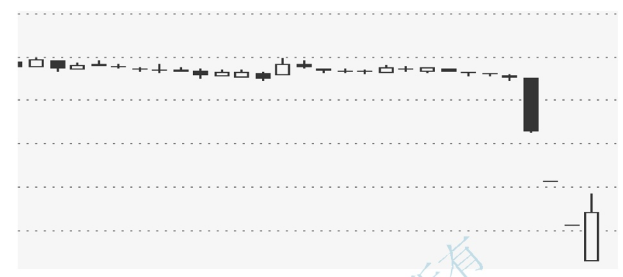


图 5-7　英力特 2017 年 4 月 7 日—5 月 17 日日 K 线图

五、拒绝跟风买入

许多散户亏损的另一个重大原因就是喜欢跟风，喜欢跟所谓的小道消息，喜欢跟涨停。殊不知自己成了“抬轿者”“接盘侠”。这样的例子比比皆是，市场中每天都有高位站岗者。庄家就是利用了散户的“从众心理”才完成在高位派发筹码出货的任务的。做投资或投机都不可人云亦云，需要自己琢磨，没有主见会很容易动摇而做出错误的交易。在市场中做的每一笔交易都需要自己的深思熟虑，因为每产生一笔交易就必定是多方和空方的分歧；如果没有考虑好是否要交易，那么就选择不交易，耐心等待一个确定性的机会参与。

能在 A 股市场稳定盈利者少之又少，其难度也远超于做一份稳定的工作。如果在 A 股市场挣扎许久都未能找到属于自己稳定盈利的策略，那么远离 A 股市场或许是最好的选择。

本章小结

本章通过列举一些公开的案例，揭露出 A 股市场的风险，希望能使刚入门的投资者冷静看待 A 股涨跌，学会识别 A 股市场的股价陷阱，摒弃坑害投资者的垃圾股。除了案例中展示的一部分，A 股市场还有许多未被发现的陷阱，投资者还需多加谨慎，通过结合常识、公开财务报表、盘面博弈猜想、大股东条件分析等去思考、避开陷阱，并通过已有避开陷阱方法的启发，摸索出新的独立的方法，实现稳定盈利的目标。

问题与应用

1. 结合市场的公开信息，尝试选择几只你看好的股票，加入自选股跟踪。
2. 在交易时间，练习使用行情软件观察盘中操纵交易。
3. 在投资时尝试使用分级基金 A 类轮动策略或开发、思考其他轮动策略。

第六章　基金投资基础

学习目标

1. 了解基金投资的基本知识。
2. 学会基金投资的具体操作。
3. 学会运用基金进行资产配置。
4. 初步认识私募股权基金。

内容预览

截至2017年年底，我国公募基金资产近10万亿元，而私募基金认缴规模在12万亿元左右，各类基金已经成为中国资本市场的重要参与力量。各种基金通过其自身的规则设计为广大投资者提供了各种风格的资产配置方式和多变的玩法。各类基金是投资者盈利的工具之一。但是许多散户往往听闻基金便退避三舍，心中有着把投资人的钱胡乱投资导致亏损还赚着管理费的妖魔化的基金形象，这往往是不了解基金规则导致亏损后的误解。本章讲解各类基金的规则和正确操作方法，从最基本的申赎买卖开始，到通过基金实现全球资产配置。通过本章的学习，使投资者正确认识基金，学会合理使用基金，达到事半功倍的作用。同时，场内基金的交易也是A股市场中成本最低的，可以享受免除印花税的待遇，是高频交易者的首选。公募基金分散持仓的特点也使其更受风险偏好低的投资者的青睐。

第一节　基 金 简 介

一、基金的定义

基金，就是为了一定的目的募集的资金。例如，全国社会保障基金就是募集了全社会企事业职工的养老保险费，在未来支付所有退休职工的养老金。每只基金都有其存在的目的，虽然所有基金都是募集投资者的钱进行投资，但是其投资的品种、行业、管理方法等方面的不同使得每只基金的表现不一，从而给了投资者不同的选择。本章中的基金特指证券投资基金，不涉及其他类型基金。证券投资基金是指通过发售基金份额，将众多投资者的资金集中起来，形成独立资产，由基金托管人托管，基金管理人管理，以投资组合的方法进行证券投资的一种利益共享、风险共担的集合投资方式。

投资基金的安全性、分红投资收益等均受到法律严格的保护。本章讨论的基金仅限于正规基金公司销售的基金。所谓正规渠道，是指银行、证券公司等一系列具有基金销售资格的渠道，均受到中国证监会、中国人民银行、证券交易所、证券业协会的监管。资金由

基金合同规定的银行托管，只能用于基金合同指定的投资标的，绝对不会被基金经理或者其他任何人挪用。当然这里的安全指的仅为法律上的安全，绝不是指投资基金稳赚不亏，基金公司只负责投资并不保证盈亏，盈亏只能自负，正所谓“投资有风险，入市需谨慎”。

基金的优势除了安全性以外，最重要的是给予了普通个人投资者一个间接渠道去投资无法直接投资的指数或产品。比如沪深 300 指数就有 300 只成分股，占 A 股总市值约 60%，个人投资者往往因资金原因等不能直接配齐，所以此时跟踪沪深 300 指数的基金便成了间接投资指数的最佳选择。由于外汇管制，境内投资者想要直接投资境外证券资产有一定困难，但是可以通过投资 QDII（Qualified Domestic Institutional Investor，合格境内机构投资者）基金来合法购买外汇证券资产，如跟踪纳斯达克 100 指数的广发纳斯达克 100ETF（159941）。

同时，监管部门对于公募基金单只股票的投资一直有“不得超过净值 10%”的限制。所有基金都能通过分散持有多个投资标的，达到分散单一投资标的剧烈波动带来风险的目的。所以基金投资是一种相对低风险的投资行为。

二、基金从发行到运作的基本概念

一只新发行的基金首先要经过基金募集期，就是从基金的招募说明公告开始到基金成立为止，也可以说是基金的发行期。在此期间基金公司会通过直销、代销机构（证券公司和各类网站）或银行进行基金的销售。在基金募集期投资者只能买入基金，即基金认购，投资者认购基金的价格是按基金份额净值（即 1 元）算。基金的认购份额数量会有一定的限制，如果提前达到份额数，基金的募集期可以提前结束，募集超过了份额限制数量就不能被确认；如果募集的规模没有达到预先公告说明的规模，则该基金不能成立。基金的募集期一般是 1～3 个月不等。

基金募集期结束后进入基金的封闭期。在基金封闭期，投资者不能对基金进行申购和赎回。在基金封闭期的后期一般也是先开放基金申购，投资者无法立刻将基金变现。基金封闭期一般也不超过 3 个月，在这段时间内基金会进行建仓，同时净值开始有波动。

基金合同是一款基金产品的灵魂和核心。它规定了基金当事人各方的权利和义务关系等具体运作事项，具有法律效应。一旦投资者购买了一只基金，就意味着认可其中的规定。一般投资者不用细看基金合同的具体文本，主要看其中对停牌股票的公允估值方法（这会在后文重点提到的基金套利中详谈）。同理，一般投资者通常只需要注意基金公告中调整长期停牌股票估值方法的公告。

基金每季度会出具定期报告，一般投资者不需要细看，只需要留心基金持仓明细和规模变化这两个重要指标。持仓明细展示该基金所持有的股票、债券、现金的具体数额和种类，对买卖该基金有重要的参考价值；基金规模则与套利行动密切相关，可以用来预估规模快速扩大导致的套利空间稀释。

基金单位净值即每份基金的净资产价值。在每个交易日收市后，将当日基金资产净值除以当日最新确认的基金份额总数，就得出当日的基金单位净值。这是单个工作日申购、赎回基金的唯一价格。

获取基金资讯的渠道很多，但是一般来说一般投资者了解一款基金产品不会逐个登录基金公司的官网查询，这既费时又不利于切换比较。同时一般投资者也不会为了了解持仓

等基本情报而翻阅几百页的基金公告。所以综合性的基金资讯销售平台是投资者了解基金的窗口。国内此类平台有很多，如和讯基金、好买网、蚂蚁财富及天天基金网。一般来说，大部分投资者都有自己偏好的平台，如东方财富网旗下的天天基金网（fund. eastmoney. com），其提供的内容很充实，不仅有各个基金的档案，而且能根据季报展示基金的持仓明细及每季的规模变化趋势。

第二节　基金的操作

一、基金的认购、申购和赎回

（1）基金的认购和申购都是通过基金直销、代销机构（证券公司和各类网站）或银行买入基金。区别在于，认购是在基金募集期的叫法，申购是在基金正常运作期的叫法。认购和申购都需要支付一笔费用，根据基金合同，该费用一般不列入基金资产，而且大部分给销售渠道用作宣传推广费用。在基金募集期认购由于有一定时长的资金空白期，基金公司会给予比申购更加优惠的费率。基金的申购费从0.8%～1.5%不等，一般规律是被动型基金费率低，主动型基金费率高，同时资金量越大费率会按档次降低。现阶段在基金代销平台和基金公司官网直销购买基金较节约成本，比如天天基金网基金申购费率1折起，某些基金公司直销平台销售的自家基金甚至能0折申购，而证券公司和银行销售渠道给予的费率优惠往往没有优势。

赎回与认购和申购相反，是卖出现有基金的意思。买入基金后，开放式基金大部分时间是可以随时申请卖出的，这个行为称为赎回。赎回时会收取赎回费，按持有时限计算，持有时间越长费率越低，长时间（1年以上）持有，赎回费甚至可以免除，一般赎回费最多不会超过3%。设计赎回费的目的主要是对其他基金持有人安排一种补偿机制，限制投机型交易。通常赎回费计入基金资产。

（2）不同基金的费率规则各不相同。图6－1大致反映了各种基金的费率区别。图中除了上文提到的申购费、赎回费外，还有基金的管理费和托管费，这两项费用是基金运作过程中主要的开支。

	主动型偏股基金	主动型偏债基金	指数基金	QDII基金
申购费	0.10%-0.15%	0.06%-0.10%	0.06%-0.12%	0.12%-0.16%
赎回费	0.50%-1.50%	0.30%-1.50%	0.30%-0.50%	0.50%-1.50%
管理费	1.50%	0.70%-1.00%	0.60%-1.00%	1.50%
托管费	0.25%	0.10%-0.20%	0.10%-0.22%	0.30%-0.35%
	申购费按折后计　赎回费按最高档　所列区间为常见基金的费率			

图6－1　不同基金的费率

基金管理费是支付给基金管理人的管理报酬，其数额一般按照基金净资产值的一定比例收取。基金托管费是指基金托管人（一般是银行）为保管和处置基金资产收取的费用，通常也是按照基金资产净值的一定比例提取。这两项费用都是逐日在基金资产中计提（计算和提取）的，反映在每日的单位净值中，不需另向投资者收取。

（3）收费模式不同：前端收费模式与后端收费模式。前端收费模式指的是投资者在购

买开放式基金时就支付申购费的付费方式。前端申购费率一般随申购金额的递增而递减。后端收费模式是指投资者在购买开放式基金时并不支付申购费，等到卖出时才支付的付费方式。后端收费模式的费率一般会随着投资者持有基金时间的增长而递减，即持有年限越长，费率越低，直至为零。

一些基金区分 A 类和 C 类（图 6-2），B 类已经很少见。A 类一般代表前端收费，B 类代表后端收费，而 C 类按持有期收取销售服务费。如果投资者确定是短期投资，那么可选择 C 类；如果投资期限较长，就可以考虑 A 类。

	天弘创业板指数A	天弘创业板指数C
申购费	0.1%	0%
赎回费	0.05%-0.5%	0%
销售服务费	0%	0.25%

图 6-2 以 001592 和 001593 对比为例

（4）基金申购工作日 15: 00 前的交易按当日净值计算，15: 00 之后按下一个工作日的净值计算。如果是非交易日（周末或节假日），则视作下一交易日的交易申请。

各类基金的赎回到账时间有差异：货币基金为 1～2 个工作日，债券基金为 2～4 个工作日，股票型基金为 3～4 个工作日，QDII 基金为 4～13 个工作日（具体以产品为准）。部分特殊产品可能会延后 1～2 个工作日。

（5）在交易提交后倘若反悔可以撤单，但是撤单必须在提交申请当个工作日 15: 00 以前办理。

（6）少数时间会出现一只基金暂停申购、赎回的情况。一般发生下列情况会暂停申购。

① 基金规模增长过快。处于暂停申购状态的基金比较有利于基金经理的投资运作，因为这些基金减少了大量申购对基金投资运作的影响，有利于投资策略的执行。

② 基金可能持有处于重大资产重组的股票。一般来说，这类股票复牌后可能会涨停，有些投资者可能会通过申购基金进行套利，为避免套利资金进入产生稀释作用而对老投资者产生不利影响，会暂时停止申购或者暂停大额申购基金。

③ 节假日之前。货币基金一般都会在节假日前停止申购。在一般情况下，货币基金的收益较银行活期存款利率高。因此，在长假前，很多闲散资金可能集中申购货币基金，以追求假期期间的短期收益。而大量资金集中申购货币基金，可能会造成新申购的资金摊薄原货币基金持有人的收益。因此，长假前货币基金采取暂停申购的措施，是出于对已有基金持有人利益的保护，以公平对待新老投资者的一种措施。

④ 一些分级基金 B 类向上折算时会暂停申购。有些基金达到上折条件时，为了进行折算，暂停申购，等到折算完成后，会恢复申购。

⑤ QDII 基金在外汇额度用尽时不得不暂停申购。这种情况往往是投资者短时间内申购量过多导致的。

发生下列特殊情况时，基金管理人可暂停接受基金投资者的赎回申请。

① 发生连续巨额赎回时。巨额赎回是指当开放式基金的当日净赎回量（赎回申请总数扣除申购申请总数后的余额）超过基金规模的 10%时，基金管理人可以在接受赎回比例不低于基金总规模 10%的情况下，对其余的赎回申请延期办理。基金投资者在办理赎回申

请时，需在连续赎回和取消赎回两种方式中选择该赎回申请的巨额赎回处理方式。当开放式基金连续发生巨额赎回时，基金管理公司可按基金契约及招募说明书写明的规定，暂停接受赎回申请；已经接受的赎回申请可以延缓支付赎回款项，但不能超过正常支付时间20个工作日，并必须在指定媒体公告。

② 证券交易所交易时间非正常停市（一般不会发生）。

③ 法律、法规规定或中国证监会认定的其他情形。

二、基金场内交易

除了能申购、赎回外，部分基金为了增强自身流动性，还能在交易所挂牌上市交易，被称为场内基金。目前能在场内交易的基金种类为ETF（Exchange Trade Fund，交易型开放式指数基金）、LOF（Listed Open - ended Fund，上市型开放式基金）、QDII基金及各种分级基金A类、B类。

场内交易基金相对其他基金有三大优势。

（1）降低基金交易成本。交易只征收证券公司佣金，印花税、过户费和其他杂费一概不收，同时有些证券公司对基金交易佣金不设5元下限，适合一般散户。

（2）增加资金使用效率，降低机会成本。进行基金申购、赎回操作都有好几个工作日的确认和到账时间，在场内购买则可以立即持有份额，卖出也与股票一致，进出占用资金时间大大减少。

（3）交易方式简单。和买卖股票相同，直接下单操作。

需要注意的是，证券公司委托软件（图6-3）不仅能申购场内基金，同时可以申购场外基金，所以申购时一定要注意，否则申购到的场外基金还要经过转托管才可以拿到场内进行交易。



图6-3 华泰证券客户端

三、基金的转换和转托管

（1）基金转换是指投资者在持有某一基金公司发行的任一开放式基金后，可将其持有的基金份额直接转换为该公司管理的其他开放式基金的基金份额，而不需要先赎回已持有的基金份额再申购目标基金的一种业务模式。转换需收取转换费。转换费＝转出基金赎回费＋转入转出基金的申购费率补差。相对于赎回再申购，转换的优势是可以节约时间。

现在基金代销平台进行了服务优化，如天天基金网推出的超级转换就可以通过平台垫资将持有的可进行转换的基金份额，转换为符合条件的任意基金公司旗下的基金份额，这将大大节约交易时间。

（2）基金转托管是指基金份额持有人申请将其在某一销售机构交易账户持有的基金份额全部或部分转出并转入另一销售机构交易账户的行为，也可以说转托管是指同一投资人将托管在一个代销机构的基金份额转出至另一代销机构的行为。在基金交易中常用到的便是投资者将托管在场外的基金份额转至交易所场内。这往往是由于场内基金存在溢价，直接购买代价过高，场内申购往往也有1.2%～1.5%的申购费率且不能打折，而场外申购基金的申购费率可以1折甚至0折，然后场外转场内（跨系统转托管）卖出便变得有利可图。

转托管的手续较复杂，下面进行分步讲解。

① 首先确认要办理转托管的基金已经在场内挂牌交易，其次要了解目前该基金所在的销售平台是否支持线上办理转托管业务，虽然所有机构都支持转托管业务，但是不支持线上办理的话需要前往柜台办理该业务，过于不便。这两项条件达成，交易便能顺利地进行。线上转托管（以天天基金网为例）如图6-4所示。



图6-4　线上转托管（以天天基金网为例）

② 在办理场外转场内申请之前，投资者需同证券公司取得联系，获知自身证券账户所在营业部（一般是开户营业部）及该证券公司营业部在对应交易所A股的席位号码。沪市席位号为5位数，深市席位号为6位数。席位号要根据基金挂牌的交易所填入转托管申请表（沪市交易的基金代码以5开头，深市以1开头）。

③ 如果是第一次办理转托管业务，投资者还需要去证券公司办理加挂开放式基金账户即沪深交易代理（Trade Agent，TA）账户至自己的证券账户名下，加挂成功后才能在证券账户的持仓中看到转入的基金份额。目前加挂交易代理账户一般需要前往证券公司柜

台办理，可以在线上办理加挂交易代理账户的证券公司很少。需要注意的是，目前A股实行的证券账户为一人三户政策，但是沪深交易代理账户只能加挂在一个证券账户上，不能重复加挂。如果想要更换加挂的证券账户，需要先到已经加挂的证券公司办理撤销指定，再到另一家证券公司处重新加挂。

④ 在核实上述事项后，投资者方可发起场外转场内（跨系统转托管）申请。T日发起，交易申请确认后，T+2工作日基金份额可以通过场内卖出或赎回。需要注意的是，在进行卖出操作时要在证券公司的委托软件中选择正确的股东账号，如图6-5所示，05开头的是深市交易代理账户，F开头的是沪市交易代理账户，剩余两种是初始的沪深股东账户。

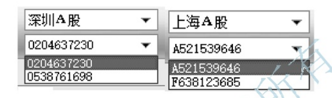


图6-5　账号示意图

第三节　基金的种类

一、基金的分类原则

根据不同标准，可以将基金划分为不同的种类。下面介绍常用的基金类型。

(1) 根据基金单位是否可申购和赎回，可将基金分为开放式基金和封闭式基金。开放式基金规模不固定，可视投资者的需求，随时向投资者出售基金单位或者股份，并可以应投资者的要求赎回发行在外的基金单位或者股份的一种基金运作方式。开放式基金包括普通开放式基金、LOF及ETF。封闭式基金有固定的存续期，一般不能进行申购、赎回操作，有些封闭式基金在规定的时间段开放部分申购、赎回，但是其通过在场内挂牌交易也能提供一定的流动性。由于封闭式基金在存续期内不便申赎的产品特性导致其在场内交易价格必然长期折价。最后两支封闭式基金——基金久嘉（184722）和基金银丰（500058）在2018年到期。封闭式基金到期后的主流方式有转型为LOF、转型为普通混合型基金或者选择清盘，但清盘的情况相对较少。本章不再累述封闭式基金这一品种，从开放式基金展开。

(2) 根据投资对象的不同，可以将基金分为股票基金（股票投资比重占80%以上）、债券基金（债券投资比重占80%以上）、货币基金（重要的现金管理工具）、期货基金、混合型基金（股票和债券投资比率介于股票基金和债券基金之间可以灵活调控）等。

(3) 根据投资策略的不同，可以将基金分为行业基金、定向增发基金和打新基金等。这些基金都专注于某一交易策略，如专门投资某一行业的基金选股就不会超过该行业的限制，定向增发基金会积极参加各个上市公司的定增项目，打新基金会配置比较稳定的持仓把中签新股作为主要的盈利方式。这些基金都会在招募说明书中说明自身的投资方向和策略，投资者也可以通过基金的简介进行了解。

(4) 根据投资理念的不同，开放式基金可以分为主动型基金与被动型基金。主动型基

金是一种力图取得超越基准组合表现的基金，其表现完全取决于基金经理人的个人能力，持仓完全由基金经理人决定。与主动型基金不同，被动型基金并不主动寻求取得超越市场的表现，而是试图复制或者跟踪指数的表现。被动型基金一般选取特定的指数（或者是固定品种投资品，如大宗商品期货）作为跟踪对象，因此通常称为指数基金。区分主被动型基金的重要指标就是其简介中是否说明跟踪特定指数或标的。

在日常交易中，稳健的投资者往往更偏好投资被动型基金，而激进型的投资者则更偏好投资主动型基金。主动型基金相对被动型基金来说，由于基金经理人为决策这一不可控因素，更加容易出现单位净值大起大落的情形。一般来说，基金分散持仓能分散单一持仓带来的剧烈波动风险，但是也有基金反其道而行之，如金鹰核心资源混合（210009），在2016年下半年转型为一家专注次新股的基金，截至2017年一季报，其几乎满仓持有清一色的次新股，而次新股剧烈波动的特性一并加入了该基金。所以在投资主动型基金时，投资者往往要将基金经理人的能力和风险偏好纳入考量范围。

（5）根据监管和组织结构不同，可以将基金分为公募基金和私募基金。公募基金是向不特定投资者公开发行受益凭证的证券投资基金。这些基金在法律的严格监管下，有着信息披露、利润分配、运行限制等行业规范。普通投资者操作的基金一般都是公募基金，本章讨论的所有基金都属于公募基金范畴。私募基金是相对于公募基金而言的。私募基金是指向小规模数量合格投资者发行的基金，一般投资者是无法购买的。

（6）根据投资的地点不同，可以将基金分为普通基金和QDII基金。普通基金只能投资境内的标的，而QDII基金可以投资境外资产。

综上所述，按照不同分类方法可将基金分为多类，但要注意的是每种基金可以按上述的分类方法同时归入多类。

二、两种场内交易型开放式基金：LOF与ETF

1. LOF

从LOF的定义及具体交易的运作过程可以看出，LOF产品是将不能上市交易的开放式基金，赋予了可以上市挂牌交易的新交易方式的产品。它同时在两个市场进行交易，由于两个市场套利机制的存在，使得基金的二级市场价格尽量贴近基金单位净值，从而增强了开放式基金的流动性，为开放式基金的持有人提供了一条新的退出途径。

LOF二级市场的交易与普通开放式基金的申购、赎回相比，具有明显的优势。首先是场内交易成本大幅下降。其次是降低机会成本，场外申购、赎回会存在申购确认时差，有错失机会的可能，赎回到账也有时差，徒耗资金成本。然后是存在套利的可能，LOF产品的二级市场交易价格与一级市场的申购、赎回价格往往会产生背离。当二级市场价格高于基金单位净值的幅度超过手续费率时，投资者可以从基金公司申购基金份额，再在二级市场卖出基金份额；当二级市场价格低于基金单位净值的幅度超过手续费率时，投资者可以先在二级市场买入基金份额，再到基金公司办理赎回业务，获取价差收益。但要注意，这种套利并非毫无风险，由于场内申购的基金份额至少T+2工作日才可以使用，套利者需要承担期间基金净值下跌的风险。

LOF与ETF的差别是ETF的申购、赎回代码与交易代码一般不同，并且只能在场内

交易，而 LOF 只有一个场内场外共同的代码。

2. ETF

ETF 属于开放式基金的一种特殊类型，与 LOF 相同，投资者既可以向基金公司申购或赎回基金份额，又可以在二级市场按市场价格买卖基金份额。

ETF 是指数基金，代表了一篮子股票的所有权，其交易价格、基金单位净值走势与所跟踪的指数基本一致。因此，投资者买卖一只 ETF，就等同于买卖了它所跟踪的指数，可取得与该指数基本一致的收益。ETF 也是低成本基金的代表，指数化投资往往具有低管理费及低交易成本的特性。相对于其他基金而言，指数基金投资不以跑赢指数为目的，基金经理人只会根据指数成分变化来调整投资组合，不需支付投资研究分析费用，因此可收取较低的管理费用。另外，指数基金投资倾向于长期持有购买的证券，区别于主动式管理因积极买卖形成高周转率而必须支付的较高的交易成本，指数基金投资不主动调整投资组合，周转率低，交易成本自然降低。

不过，指数基金申购、赎回必须以一篮子股票换取基金份额或者以基金份额换回一篮子股票。商品 ETF、债券 ETF 与股票 ETF 的区别主要在于标的指数从股票价格指数变为单一商品价格和债券价格指数，成分股从一篮子股票组合变为单一实物商品或者债券。ETF 的申购和赎回门槛比较高，一级市场申购，最低数量一般是 100 万份基金净值对应的股票，有些会降低到 50 万份，这就决定了中小散户无法参与。ETF 的申购、赎回一般在证券公司委托软件中的 ETF 业务才可以操作，天天基金网、蚂蚁财富等第三方网站一般不能进行申购和赎回。

ETF 支持盘中套利。ETF 申购后得到的基金份额可以立即卖出，赎回后得到的股票和资金也可以立即交易。交易所每 15 秒显示一次 IOPV（Indicative Optimized Portfolio Value，ETF 的基金份额参考净值），即时反映指数涨跌带来的基金净值变化。ETF 二级市场价格随 IOPV 的变化而变化，因此，投资者可以在盘中交易价格与基金单位净值背离时选择申购或者赎回进行套利。比如，当上证 50ETF 的市场交易价格高于基金单位净值时，投资者可以买入组合证券，用此组合证券申购 ETF 基金份额，再将基金份额在二级市场卖出，从而赚取扣除交易成本后的差额。相反，当 ETF 市场价格低于基金单位净值时，投资者可以买入 ETF 基金份额，然后通过一级市场赎回，换取一篮子股票，再在 A 股市场抛售股票，赚取其中的差价。由于套利机制的存在，ETF 交易价格和基金单位净值无限贴近，使得其避免了封闭式基金普遍存在的折价问题。

国内的 ETF 对应的股票指数主要有以下几种。

（1）规模指数，如沪深 300、中证 500 等。这类指数对应的基金为宽基指数 ETF，它们往往品种多，流动性好。

（2）行业指数，如证券公司、中证医药等。这类指数可以追踪某行业的收益，但流动性可能较差。

（3）主题指数，如上证红利、中证红利等。选用某些带有策略的指数可以获得超越市场平均价值的收益。

常见的宽基指数 ETF 和行业指数 ETF 见表 6－1，其他 ETF 和对应指数见表 6－2。

一些跟踪商品指数的 ETF、债券 ETF 和货币 ETF，暂不做介绍。

表 6-1 常见的宽基指数 ETF 和行业指数 ETF

沪深 300ETF		中证医药卫生 ETF		上证 50ETF	
159919	嘉实	159929	汇添富	510050	华夏
159925	南方	512230	景顺长城	510680	万家
159927	鹏华	512610	嘉实	510710	博时
510300	华泰柏瑞	中证军工 ETF		深证成指 ETF	
510310	易方达	512660	国泰	159903	深成
510330	华夏	512680	广发	159943	大成
510360	广发	512810	华宝	创业板 ETF	
中证 500ETF		中证主要消费 ETF		159915	易方达
159922	嘉实	159928	汇添富	159948	南方
159935	景顺长城	512600	嘉实	恒生 ETF（QDII）	
510500	南方	中证金融地产 ETF		159920	恒生
510510	广发	159931	汇添富	513600	南方
510520	诺安 500	512640	嘉实	513660	华夏沪港通
510560	国寿安保	中证全指证券公司 ETF			
510580	易方达	512000	华宝		
512500	华夏	512880	国泰		
512510	华泰柏瑞				

表 6-2 其他 ETF 和对应指数

代码	简称	指数	代码	简称	指数	代码	简称	指数
510280	180 成长	180 成长	511220	城投债	沪质城投	510410	自然资源	上证资源
510420	180 等权	180 等权	159944	全指原材料	全指材料	159901	100ETF	深证 100
510030	价值 ETF	180 价值	159940	全指金融地产	全指金融	159912	300ETF	深证 300
510230	180 金融	180 金融	159936	全指可选消费	全指可选	159910	基本面 120	深证 F120
510010	180 公司治理	180 治理	159945	全指能源	全指能源	159916	F60ETF	深证 F60
159924	300 等权重	300 等权	159946	全指主要消费	全指消费	159906	成长 40	深证成长
512070	300 非银	300 非银	159939	全指信息技术	全指信息	159905	红利 ETF	深证红利
159933	金融地产	300 金融	159938	全指医药卫生	全指医药	159913	300 价值	深证价值
512010	300 医药	300 医药	510810	上海国企	上海国企	159911	民营 ETF	深证民营
512310	500 工业	500 工业	510180	180ETF	上证 180	512120	细分医药	细分医药
510440	500 沪市	500 沪市	510290	380ETF	上证 380	510150	消费 100	消费 80
159932	500 深市	500 深市	510270	国企 100	上证国企	510160	小康产业指数	小康指数

续表

代码	简称	指数	代码	简称	指数	代码	简称	指数
512330	500 信息技术	500 信息	510650	华夏金融	上证金融	510090	责任 ETF	责任指数
512300	500 医药卫生	500 医药	510190	龙头 ETF	上证龙头	159942	中创 100	中创 100
512340	500 原材料	500 原料	510070	民企 ETF	上证民企	159918	中创 400	中创 400
510430	50 等权	50 等权	510170	商品 ETF	上证商品	159907	中小板 300	中小 300
511010	5 年期国债	5 年国债	510630	华夏消费	上证消费	159921	中小板等权重	中小板等权
512220	TMT150	TMT150	510260	新兴产业	上证新兴	159902	华厦中小板	中小板指
159909	TMT50	TMT50	510060	中央企业 50	上证央企	159923	100ETF	中证 100
159949	创业板 50	创业板 50	510660	华夏医药	上证医药	512100	1000ETF	中证 1000
510120	非周期 ETF	非周期	510210	综指 ETF	上证指数	512210	800 食品饮料	中证 800 食品
510900	恒生中国企业	恒生国企	510130	中盘 ETF	上证中盘	510020	超大盘 ETF	中证超大
510880	红利 ETF	红利指数	510220	中小盘 ETF	上证中小	159930	能源 ETF	中证能源
511210	企债 30	沪企债 30	510110	周期 ETF	上证周期			

三、海外投资工具：QDII 基金

QDII 是指在当前外汇管控、个人不能投资境外资本市场的条件下，在我国境内设立，经我国有关部门批准，有控制地允许境内机构投资境外资本市场的股票、债券等有价证券投资业务的一项制度安排。QDII 基金可以帮助内地投资者开通海外投资的便捷通道。投资者借道 QDII 基金可以在全球市场寻求投资机会，享受世界各区域的经济成长。

下面介绍场内 QDII T+0 基金和开放式基金。

1. 场内 QDII T+0 基金

投资这类基金可以使用证券账户直接买入、卖出，但要注意其折溢价的状态。折价就是交易价格比基金单位净值低，溢价则相反。场内交易具有灵活、低成本的优势，但有时因为流动性不佳或市场情绪的影响，交易价格可能会与基金单位净值有大幅偏离，投资者应该注意此种风险。另外，部分品种暂停申购、赎回，会导致折溢价扩大，在恢复申购、赎回时价格回归，会造成巨大的波动，投资者应该注意。

表 6-3 列出了常见 QDII T+0 基金。

表 6-3　常见 QDII T+0 基金

代　　码	名　　称	相 关 标 的	申购费率	赎回费率
164906	交银海外中国互联网	中证海外中国互联网指数	0.012	0.005
161116	易方达黄金	伦敦金价格	0	0.002
160719	嘉实黄金	伦敦金价格	暂停	0.005
164701	汇添富黄金及贵金属	伦敦金价格收益率	0.008	0.005
501018	南方原油	原油价格	0.012	0.005

续表

代　码	名　称	相关标的	申购费率	赎回费率
160216	国泰大宗商品	国泰大宗商品配置指数	暂停	0.005
513030	华安德国 30	德国 DAX	暂停	
160922	大成恒生综合中小型股	恒生中小型股	暂停	暂停
161124	易方达恒生综合小型股 A	恒生小型股	暂停	暂停
161714	招商标普金砖四国指数	标准普尔金砖四国 40 总收益指数	暂停	0.005
165510	信诚四国配置	标准普尔金砖四国市场指数	暂停	0.005
513500	易标普 500	标普 500	暂停	
161125	博时标普 500	标普 500	0.012	0.005
161128	易标普信息科技	标普 500 信息科技指数	0.012	0.005
161126	易标普医疗保健	标普 500 医疗保健等权重指数	0.012	0.005
160416	华安标普石油指数	标普全球石油指数	暂停	0.005
164815	工银国际原油	标普全球自然资源	0.015	0.005
162415	华宝美国品质消费股票	标普可选消费品精选版块指数	0.012	0.005
161127	易标普生物科技	标普生物科技精选行业指数	0.012	0.005
162411	华宝标普油气上游股票	标普石油天然气上游股票指数	0.015	0.005
501023	鹏华香港中小企业指数	港中小企	0.012	0.005
159941	广发纳斯达克 100	纳斯达克 100	暂停	
513100	国泰纳斯达克 100	纳斯达克 100		
501021	华宝香港中小盘	香港中小	0.01	0.005

2. 开放式基金（可用于全球资产配置的开放式基金举例）

（1）大成标普 500 等权重指数（096001）和大成纳斯达克 100 指数（000834）。这两支基金的名字已经透露了它们跟踪的标的分别是标普 500 指数和纳斯达克 100 指数。配置一些权益类资产有类似的效果，但要承受更大的基金净值波动，并且需要注意美国股市估值，谨慎投资。

（2）南方金砖四国指数（160121）。如果看好印度、巴西等新兴经济体的发展，可以考虑南方金砖四国指数。该指数的缺点是中国占了不小比例，降低了其海外投资的特性。

（3）交银海外中国互联网（164906）和易中证海外中国互联网 50ETF（513050）。如果想投资海外上市的互联网巨头，如腾讯、阿里巴巴、网易等，可以选择场内的这两支基金。

（4）华宝香港中小盘（501021）和华宝港股通恒生中国 25 指数（501301）。投资港股也有不同的选择，除了常见的恒生指数、恒生中国企业指数，投资者还可以考虑投资华宝香港中小盘、华宝港股通恒生中国 25 指数等。

（5）鹏华美国房地产（206011）和广发美国房地产指数（000179）。还有一类国内不

常见的基金，今后有可能逐步发展起来，就是REITs（Real Estate Investment Trust，不动产信托投资基金）。REITs是房地产证券化的重要手段。房地产证券化就是把流动性较低的、非证券形态的房地产投资，直接转化为资本市场上的证券资产的金融交易过程，也就是说这是能在证券市场上买卖的房地产。REITs的特点：①收益主要来源于租金收入和房地产升值；②收益的大部分将用于发放分红；③长期回报率较高，与股市、债市的相关性较低。鹏华美国房地产和广发美国房地产指数可以作为公司长期配置的不动产资产。

四、现金管理工具：货币基金

货币基金，或称货币市场基金，是指投资于货币市场上短期有价证券的一种基金。该基金资产主要投资于短期货币工具，如国库券、商业票据、银行定期存单、政府短期债券、企业债券等。中国最早为大众所熟知的互联网理财方式便是支付宝与天弘基金合作推出的余额宝，其直接对接的是天弘余额宝货币基金（000198）。

（一）货币基金的特点

（1）货币基金与其他投资于股票的基金最主要的不同在于基金单位净值是固定不变的，通常是每个基金单位1元。投资该基金后，投资者可利用收益再投资，投资收益就不断累积，增加投资者所拥有的基金份额。比如，某投资者以100元投资于某货币基金，可拥有100个基金单位，一年后，若投资报酬是8%，那么该投资者就多了8个基金单位，总共108个基金单位，价值108元。

（2）衡量货币基金表现好坏的标准是收益率，这与其他基金以净资产价值增值获利不同。

（3）流动性好、资本安全性高。这些特点主要源于货币市场是一个低风险、流动性高的市场。同时，投资者可以不受到期日限制，随时可根据需要转让基金单位。

（4）风险性低。货币市场工具的到期日通常很短，货币基金投资组合的平均期限一般为4～6个月，因此风险较低，其价格通常只受市场利率的影响。

（5）投资成本低。货币基金通常不收取赎回费用，并且其管理费用也较低，货币基金的年管理费用为基金资产净值的0.25%～1%，比传统的基金年管理费率1%～2.5%低。

（6）货币基金均为开放式基金。货币基金通常被视为无风险或低风险投资工具，适合资本短期投资生息以备不时之需，特别是在利率高、通货膨胀率高、证券流动性下降、可信度降低时，可使本金免遭损失。可以说，货币基金是最低风险、存取灵活的懒人理财方式。

（二）货币基金投资风险

货币基金并不承诺本金任何时候都不发生亏损，也不保证最低收益率。一般来讲，在同时满足下列两个条件时，货币基金可能会发生本金亏损：一是短期内市场收益率大幅上升，导致券种价格大幅下跌；二是货币基金同时发生大额赎回，不能将价格下跌的券种持有到期，抛售券种后造成了实际亏损。据有关测算表明，单日货币基金发生本金亏损的可能性很小（0.06117%），如持有一周或者一个月，则本金损失的概率接近于0。随着持有期的延长，由于市场风险导致亏损的概率会降到非常低。国内货币基金按规定不得投资股票、可转换债券、AAA级以下的企业债等品种，因此发生信用风险的概率更低。

（三）货币基金A和B的区别

货币基金A和B其实是同一支基金，只是在最低申购份额和销售服务费上有所差异。货币基金A的最低申购份额一般都是1 000份（1 000元），货币基金B的最低申购份额一般都是500万份（500万元）。货币基金A的销售服务费要略高于货币基金B，所以货币基金B的分红要略高于货币基金A。

（四）场内货币基金

场内货币基金是指可以在二级市场交易流通的货币基金，投资者可以使用证券交易所账户，进行货币基金的买卖交易和申购、赎回。场内货币基金既可以享受传统货币基金的收益，又不失灵活，满足投资者账户内闲置资金的T+0交易需求，与国债逆回购相比不影响资金使用效率。

第四节 私募基金简介

一、私募基金的定义

私募基金（Private Fund）即私人股权投资，又称私募股权投资，是一个很宽泛的概念，是指通过非公开方式，面向少数投资者募集资金而设立的基金。由于私募基金的销售和赎回都是通过基金管理人与投资者私下协商来进行的，因此它又被称为向特定对象募集的基金。

私募基金是由具有投资、管理经验的人向特定的私人及机构私下募集资金成立专门的基金管理企业组织，通过该企业组织向具有高增长潜力的未上市企业进行股权投资，甚至可以参与被投资企业的经营管理，等所投资企业壮大、成熟后通过上市、出售等方式退出而实现资本增值。这就是通常所说的风险投资，即风投。

一般情况下提到的私募基金都指阳光私募基金，是借助信托公司发行的，经过监管机构备案，资金实现第三方银行托管，有定期业绩报告的投资于二级市场的基金。阳光私募基金与一般私募证券基金的区别主要在于规范化、透明化，借助信托公司平台发行能保证私募认购者的资金安全。下面提到的私募基金特指阳光私募基金。

与私募基金对应的有公募基金。二者最大的不同在于私募基金面向少数特定的合格投资者，非公开发售。所谓合格投资者，根据中国证券投资基金业协会《私募投资基金监督管理暂行办法》关于“合规投资者”标准之规定，即具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只私募基金的金额不低于100万元（私募基金认购起点为100万元），并且个人金融类资产不低于300万元或者最近三年个人年均收入不低于50万元人民币的投资者。而公募基金则面向社会公众（不特定投资者），公开发售起点一般为10～1 000元。中国证监会对于公募基金的信息披露要求非常严格。公募基金每个季度都要详细地披露其投资组合、持仓比例等信息。而私募基金的信息披露要求较低，在投资过程中有较强的保密性。部分私募基金发行后有一定的封闭期。

与公募基金对比，私募基金的主要优势在于：公募基金在股票投资上受限较多，如持

股最低仓位为 6 成，单支股票持仓不能超出净值的 10%，不能参与股指期货对冲等；而私募基金的仓位非常灵活，既可空仓也可满仓，并且可参与股票、股指期货、商品期货等多种金融品种的投资。

二、私募基金具体投资范围

（1）权益类金融产品：A 股股票（含新股申购），交易所上市基金（含交易所上市的封闭式及开放式证券投资基金、LOF、ETF），港股通标的股票。

（2）固定收益类金融产品：国债、金融债、央行票据、公司债、企业债、可转换债券、非金融企业债务融资工具、短期融资券、中期票据、资产支持证券、债券型基金、债券正回购、债券逆回购、质押式报价回购、新债申购。

（3）现金类金融产品：现金，银行存款（包括银行活期存款、银行定期存款和银行协议存款等各类存款），货币基金。

（4）衍生金融产品：股指期货、国债期货、商品期货、期权、融资融券。

（5）非标类金融产品：证券公司资产管理计划、期货公司资产管理计划、商业银行理财计划、基金公司及基金公司子公司资产管理计划、信托计划、发行主体具有私募基金管理人资格的私募产品。

注意：国内私募基金不允许进行境外市场的投资。

三、私募基金的费用

私募基金的收入来源主要为浮动管理费。该费用的收取规则是私募公司在基金净值每创新高的利润中提取 20%作为提成。这就意味着私募公司必须在给投资人持续赚钱的前提下才能盈利。除此之外，私募基金的申购认购费一般为 0～2%，固定管理费率一般不超过 2%，赎回费也不超过 2%。

本 章 小 结

基金本身只是交易工具，并不能保证利润，因此唯有充分了解并善于运用这种工具，才能抓住潜在的机会。

基金作为一种资产组合有助于个人投资的风险分散。

问题与应用

1. 如何理解基金能帮助投资者减小风险？

2. 你投资过基金吗？如果有，请和其他同学分享一下经验。

3. 说说你的基金投资计划。

第七章　分级基金简介与投资方法

学习目标

1. 了解分级基金的概念。
2. 了解折溢价、杠杆等概念。
3. 了解分级基金折算的规则。
4. 分别理解分级基金A类和B类的特点。
5. 简单了解分级基金的投资方法。

内容预览

在第六章介绍了多种基金和投资方法后，本章将进一步介绍一种特殊的基金。它具有更加复杂的规则，但投资手段也因此更加灵活，在特定情况下能带来普通基金无法实现的高额收益，它就是“分级基金”。

正是由于分级基金的规则很复杂，曾导致一些对其了解不足的投资者遭受大幅亏损。2017年5月起，投资分级基金增加了需要30万元人民币的门槛并要求通过合格投资者测试。

第一节　分级基金的结构

一、分级基金的概念

分级基金又叫结构型基金，是指在一个投资组合下，通过对基金收益或净资产的分解，形成两级（或多级）风险收益表现有一定差异化基金份额的基金品种。

股票（指数）分级基金的分级模式主要有融资型分级模式和多空型分级模式。债券型分级基金为融资型分级基金。货币型分级基金为多空型分级基金。本章将重点介绍常见的融资型分级基金。

融资型分级基金通俗的解释就是，A类份额和B类份额的资产作为一个整体投资，其中B类份额的持有人每年向A类份额的持有人支付约定利息，至于支付利息后的总体投资盈亏都由B类份额承担。

分级基金A类分为有分级期限型和永续型。其中有分级期限型到期后，A类份额与B类份额终止上市，或者终止分级，合并为LOF，或者按净值转换为母基金再次拆分。

永续型的分级期限是永久的，除了发生向下不定期折算能按净值得到大部分本金之外，定期折算则每约定周期的约定收益（A类份额净值超过1元的部分）折算为母基金份

额以赎回的形式获得；除了可以在场内交易，还可以和对应的B类份额按比例合并为母基金赎回。在母基金距离向下折算所需跌幅大于10%时，永续型A类分级基金交易价格对债券收益率、货币基金收益率、逆回购利率波动高度敏感。如果A类份额对应的B类份额有向下不定期折算条款，相当于对约定收益及大部分（多数为75%）的本金进行担保，因此风险较低，类似于有担保的高信用评级债券。此类永续型A类分级基金相当于永续债，可以看作“存本取息”。

分级基金B类除了少数不挂钩指数（兴全合润分级混合B 150017、建信进取150037、银华瑞祥150048、南方新兴消费进取150050、中欧盛世成长级股票B 150072等）外，绝大部分都是杠杆指数基金。同样，分级基金B类可以分为有期限杠杆指数基金和永续型杠杆指数基金。

有期限杠杆指数基金是有配对赎回机制的B类基金，其交易价格由母基金净值和A类交易价格来决定，即B类基金交易价格=(母基金净值−A类交易价格×A占比)×B类份额杠杆。A类折价交易则B类溢价交易，在即将到期时，变为平价交易。

永续型杠杆指数基金随时可与A类份额合并赎回。根据配对转换机制，B类份额折溢价程度由A类份额约定收益率和市场认可隐含收益率决定，如果A类份额折价则导致B类份额溢价交易。

分级基金结构如图7-1所示。

图7-1 分级基金结构

二、价格、净值与折溢价率、杠杆

首先，与其他的基金一样，分级基金的母基金和子基金都会计算净值。

分级基金的A类份额与B类份额的关系相当于A类份额将资金以一定利率（称为约定收益率）借给B类份额，资金统一运作投资于基金标的指数。通常A类份额与B类份额的分拆比例为1∶1，即B类份额的初始杠杆为两倍，A类份额、B类份额的占比都为50%。

A类份额的约定收益率一般为一年定期存款利率+X(%)（X为合同约定追加利率）。假设一年有N天，t为距离上次折算的时间，A类份额净值=1+约定收益率×(t/N)；母基金净值与跟踪指数及基金仓位相关。由于分级基金的母基金净值=A类份额净值×A类份额比例+B类份额净值×B类份额比例。如果A类份额与B类份额的比例为1∶1（图7-2），则有

$$2\times 母基金净值 = A类份额净值 + B类份额净值$$

因此在知道母基金净值和 A 类份额净值时，可以用下面的公式计算出相应的 B 类份额的净值。

B 类份额净值＝2×母基金净值－A 类份额净值

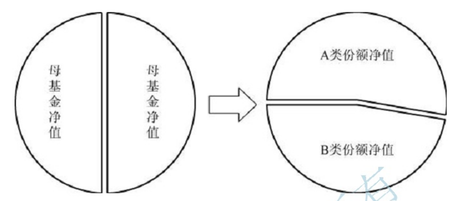


图 7－2　A 类份额、B 类份额相等时的净值计算示意图

与一般的开放式基金不同的是，已经上市的分级基金 A 类份额、B 类份额都有其场内交易价格。

基金的净值与价格有什么不同呢？

净值是由基金公司在收盘后根据基金持有证券的价格进行估值计算得出的。

价格是交易所上市份额的交易价格，主要根据投资者对未来市场预期与交易行为决定，有时候合理，有时候不一定合理。

分级基金 A 类份额、B 类份额既有净值也有价格，相较于一般的开放式基金复杂了很多，同时带给投资者如何根据净值与价格进行分级基金投资的问题。根据分级基金的 A 类份额、B 类份额的价格与净值可以计算出衡量分级基金 A 类份额、B 类份额投资价值的最常用的几个指标。具体指标的计算方法如下。

A 类份额折溢价率＝A 类份额价格/A 类份额净值－100％

A 类份额隐含收益率（简化计算）＝A 类份额约定收益率/A 类份额价格

B 类份额溢价率＝B 类份额价格/B 类份额净值－100％

B 类份额净值杠杆＝初始杠杆率×母基金净值/B 类份额净值×100％

B 类份额价格杠杆＝初始杠杆率×母基金净值/B 类份额价格×100％

以场内交易活跃的招商中证全指证券公司分级（代码 161720）为例。2017 年 5 月 27 日，母基金净值为 0.699 0 元，招商中证全指证券公司 B（代码 150201）的净值为 0.378 0 元，收盘价为 0.381 元；招商中证全指证券公司 A（代码 150200）的净值为 1.020 0 元，收盘价为 1.009 元。请读者自行完成对上面介绍的五个常用指标的计算。

A 类份额折溢价率＝

A 类份额隐含收益率＝

B 类份额溢价率＝

B 类份额净值杠杆＝

B 类份额价格杠杆＝

（参考答案：－1.08％，4.46％，0.79％，3.698，3.669）

分级基金 A 类份额的约定收益率一般为基准利率 3％～5％，基准利率通常为一年定

期存款利率，每年据此调整一次。如果A类份额约定收益率相同，则A类份额的溢价率越低（折价越大），越有投资价值。随着分级产品多样化，A类份额约定收益逐渐分化。由于不同产品的约定收益率不同，因此A类份额的折（溢）价率并无明确的代表性，选择分级基金A类通常选择隐含收益率高的产品。分级基金A类的具体投资策略将在本章第三节介绍。

分级基金B类份额的溢价率为交易价格高于净值的比率。这个比率也有可能出现负值，取决于B类份额杠杆倍数、投资者情绪、市场融资成本等多个因素。投资分级基金B类的基本逻辑为先市场趋势判断，然后进行行业选择，选取价格杠杆较大的、流动性好的分级基金B类。分级基金B类的具体投资策略将在本章第二节介绍。

三、定期折算与不定期折算

作为具有杠杆的金融产品，分级基金存在几种用于兑付收益、恢复杠杆的折算规则。了解这些规则是投资分级基金的必要前提，以避免遭受重大亏损。此外，还能通过了解折算规则来判断基金交易价格的变化规律。

常见的折算方式有以下三种：定期折算、向上折算和向下折算。

（1）定期折算指的是将分级基金A类份额中超过1元的部分，即已经获得的收益，以母基金的形式发放给A类份额的持有人。这一折算过程通常对B类份额的持有人没有影响。

（2）向上折算与向下折算统称为不定期折算。这两种折算的结果都是使分级基金的净值和杠杆回到初始状态。

并非所有分级基金都有这两种机制，投资者应当仔细阅读相应基金的基金合同对规则进行了解。这里我们将介绍常见的不定期折算规则，其折算过程如图7-3所示。

分级基金折算过程

折算触发日：当日收盘净值达到相应阈值时触发不定期折算。当天分级A类份额、B类份额正常交易，母基金正常申购、赎回。

折算基准日：母基金暂停申购、赎回，A类份额、B类份额上午9:30—10:30停牌一小时，10:30之后恢复交易。

折算执行日：A类份额、B类份额全天暂停交易，母基金暂停申购、赎回。

折算结果公告日：持有人收到相应份额，折算完成。母基金恢复申购、赎回，A类份额、B类份额上午9:30—10:30停牌一小时，10:30之后恢复交易。

图7-3 不定期折算过程图

常见的向上折算是在母基金净值达到 1.5 元时触发的，此时将两类份额超过 1 元的部分都折算为母基金，并且母基金净值、A 类份额净值、B 类份额净值都恢复到 1 元，如图 7－4 所示。

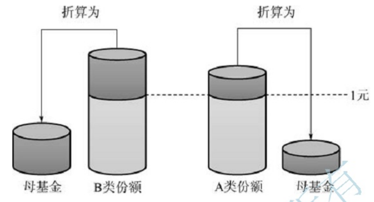


图 7－4　分级基金向上折算示意图

例如，2015 年 11 月 30 日，鹏华传媒（场内简称传媒分级，基金代码 160629）的场外份额经折算后的份额数按截位法保留到小数点后两位，余额部分计入基金资产；鹏华传媒的场内份额，鹏华传媒 A 类份额（场内简称传媒 A，基金代码 150203），鹏华传媒 B 类份额（场内简称传媒 B，基金代码 150204）经折算后的份额数取整计算（最小单位为 1 份），余额部分计入基金资产。基金份额折算比例按截位法精确到小数点后第 9 位，见表 7－1。

表 7－1　鹏华传媒分级基金向上折算

基金份额名称	折算前基金份额/份	折算前基金份额净值/元	新增份额折算比例	折算后基金份额/份	折算后基金份额净值/元
鹏华传媒场外份额	375 343 685.95	1.501	0.501 026 598	494 689 583.00	1.000
鹏华传媒场内份额	243 421 227.00	1.501	0.501 026 598	563 400 856.00	1.000
鹏华传媒A类份额	129 042 897.00	1.014	0.014 335 616	129 042 897.00（A 类份额） 1 849 909.00（母基金）	1.000
鹏华传媒B类份额	129 042 897.00	1.988	0.987 717 581	129 042 897.00（A 类份额） 127 457 938.00（母基金）	1.000

如果折算前投资者持有 10 000 份鹏华传媒基础份额，经折算后的资产为

$$鹏华传媒基础份额=10\ 000\ 份\times(1+0.501\ 026\ 598)\approx 15\ 010.27\ 份$$

如果折算前投资者持有 10 000 份鹏华传媒 A 类份额，经折算后的资产为

鹏华传媒 A 类份额＝10 000 份

鹏华传媒基础份额＝10 000 份×0.014 335 616＝143.36 份

如果折算前投资者持有 10 000 份鹏华传媒 B 类份额，经折算后的资产为

鹏华传媒 B 类份额＝10 000 份

鹏华传媒基础份额＝10 000 份×0.987 717 581＝9 877.18 份

常见的向下折算是在 B 类份额净值达到 0.25 元时触发的，此时将 B 类份额的杠杆恢复到初始状态，A 类份额超过 B 类份额净值的部分都折算为母基金，并且母基金净值、A 类份额净值、B 类份额净值都恢复到 1 元，如图 7－5 所示。

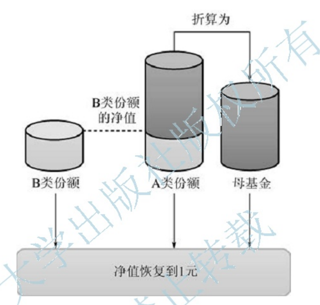


图 7－5　分级基金向下折算示意图

2017 年 5 月 23 日，富国体育（场内简称体育分级，基金代码 161030）完成了向下折算（表 7－2）。请读者根据折算前基金份额净值计算：假如持有 10 000 份母基金、10 000 份 A 类份额、10 000 份 B 类份额，经折算后的基金份额。

表 7－2　富国体育分级基金向下折算

<table>
<tr><th>基金份额名称</th><th>折算前基金份额/份</th><th>折算前基金份额净值/元</th><th>折算后基金份额/份</th><th>折算后基金份额净值/元</th></tr>
<tr><td>富国体育</td><td>10 000</td><td>0.614</td><td></td><td>1.000</td></tr>
<tr><td rowspan="2">富国体育 A 类份额</td><td rowspan="2">10 000</td><td rowspan="2">1.021</td><td>（A 类份额）</td><td rowspan="2">1.000</td></tr>
<tr><td>（母基金）</td></tr>
<tr><td rowspan="2">富国体育 B 类份额</td><td rowspan="2">10 000</td><td rowspan="2">0.207</td><td>（A 类份额）</td><td rowspan="2">1.000</td></tr>
<tr><td>（母基金）</td></tr>
</table>

读者可以查阅相关公告核对计算结果是否正确。

请思考：特殊情况下分级基金向下折算是如何造成投资人大幅亏损的？

四、配对转换机制与“盲拆”

最初的分级基金并没有配对转换业务，分级基金 A 类份额、B 类份额均具有 3～5 年的封闭期。封闭期的存在导致基金份额折价及基金规模无法增长等问题。为了解决这些问题，分级基金引入了配对转换机制。

配对转换业务是指开放式分级基金的场内份额分拆及合并业务。相应的规则与之前介绍的净值计算公式的原理类似，即 2×母基金＝1×A 类份额＋1×B 类份额。

配对转换机制为投资者提供交易之外的参与及退出机制。投资者可以通过申购母基金进行拆分卖出 A 类份额保留 B 类份额，同样可以卖出 B 类份额保留 A 类份额，或者 A 类份额、B 类份额都卖获取套利收益。投资者也可以在持有 A（B）类份额的情况下，买入 B（A）类份额进行合并赎回套利。

当 A 类份额价格＋B 类份额价格＞2×母基金份额净值＋交易成本（申购费）时，可以进行分级基金溢价套利（或称分级基金申购套利）。

类似地，当 A 类份额价格＋B 类份额价格＜2×母基金份额净值－交易成本（赎回费）时，可以进行分级基金折价套利（或称分级基金赎回套利）。

五、分级基金 B 类的融资成本

融资成本是资金所有权与资金使用权分离的产物。融资成本的实质是资金使用者支付给资金所有者的报酬。由于企业融资是一种市场交易行为，有交易就会有交易费用，资金使用者为了能够获得资金使用权，就必须支付相关的费用。例如，委托金融机构代理发行股票、债券而支付的注册费和代理费，向银行借款支付的手续费等。企业融资成本实际上包括两部分：融资费用和资金使用费。

分级基金 B 类的融资成本主要分为两部分：①支付 A 类份额的利息；②管理费、托管费、标的指数使用费等，由母基金份额收取，但由 B 类份额承担。

我们一般用相应的年化费用之和占交易价格的百分比来表示融资成本。试根据以下数据计算该分级基金 B 类的融资成本：约定收益率 4.5%，A 类份额净值 1.021 0 元，B 类份额净值 0.375 0 元，管理费率 1.0%，托管费率 0.2%，标的指数使用费率 0.02%。

第二节　分级基金 B 类的投资

一、指数投资的优势

巴菲特在 1996 年致股东的信中说：“大部分投资者，包括机构投资者和个人投资者，早晚会发现，最好的投资股票方法是购买管理费很低的指数基金。”巴菲特在 2003 年致股东的信中说：“对于大多数想要投资股票的人来说，最理想的选择是收费很低的指数基金。”

所谓指数化投资，就是以复制指数构成股票组合作为资产配置方式，以追求组合收益率与指数收益率之间的跟踪误差最小化为业绩评价标准。其特点和优势在于投资风险分散化、投资成本低廉、追求长期收益和投资组合透明化。

指数化投资的理论基础，来自有效市场假说、投资组合理论、资本市场定价模型和心理预期理论。简单来说，就是有效市场中你的交易对手不比你笨，用投资组合可以规避满仓欣泰电气的风险（同理其他个别公司的股价波动风险也类似）；指数化交易产品明码标价不怕老鼠仓，同时还能克服心理预期的不利影响（心理素质不好的人可以守纪律）。

指数化投资最基本的投资工具即指数基金。

指数基金，就是以特定指数（如沪深300指数、标普500指数、纳斯达克100指数、日经225指数等）为标的指数，并以该指数的成分股为投资对象，通过购买该指数的全部或部分成分股构建投资组合，以追踪标的指数表现的基金产品。通常而言，指数基金以减小跟踪误差为目的，使投资组合的变动趋势与标的指数相一致，以取得与标的指数大致相同的收益率。

总体来看，指数化交易的优势有以下几点：①省力——解决选股难题；②省心——运作简单透明；③省钱——投资成本低廉；④省时——资金利用率高。

而通过运用一些进阶的方法，如优化投资组合或者通过轮动赚取差价，则可以在此基础上跑赢基准指数，从而获得超额收益。

二、杠杆的作用

金融杠杆简单来说就是一个乘号。使用这个工具，可以放大投资的结果，无论最终的结果是收益还是损失，都会以一个固定的比例放大。所以，在使用这个工具之前，投资者必须仔细分析投资项目中的收益预期，还有可能遭遇的风险，其实最安全的方法是将收益预期尽可能缩小，而将风险预期尽可能扩大，这样做出的投资决策所得到的结果必然落在投资者的预料之中。使用金融杠杆这个工具时，现金流的支出可能会增大，必须要考虑这方面相关的事情，否则资金链一旦断裂，即使最后的结果可以是巨大的收益，投资者也必须要面对提前出局的下场。

金融的本质就是借助一些杠杆，扩大一些经济效应的乘数，使资源更加高效地分配，带来更高的效益。而分级基金B类份额就是具有杠杆的金融产品。

投资者在进行投资时需要理解B类份额的以下几种杠杆。

1. 初始杠杆

初始杠杆＝(A类份额＋B类份额)/B类份额。

2. 净值杠杆

净值杠杆＝母基金总净值/B类份额总净值＝(母基金份额×母基金净值)/(B类份额×B类份额净值)。根据份额杠杆公式还可以推导出，净值杠杆＝母基金净值/B类份额净值×份额杠杆。如果按照一般的股票型分级2倍份额杠杆计算，净值杠杆＝(2×母基金净值)/B类份额净值＝（A类份额净值＋B类份额净值)/B类份额净值。

3. 价格杠杆

价格杠杆＝母基金总净值/B类份额总市值＝(母基金份额×母基金净值)/(B类份额×B类份额价格)。根据份额杠杆公式还可以推导出，价格杠杆＝母基金净值/B类份额价格×份额杠杆。如果按照一般的股票型分级2倍份额杠杆计算，价格杠杆＝(2×母基金净值)/B类份额价格＝(A类份额净值＋B类份额净值)/B类份额价格。

分级基金B类份额的价格和杠杠是呈反相关的，即价格高、杠杆低；价格低、杠杆高。

请思考：指数涨跌过程中，分级基金B类份额的杠杆作用是对等的吗？

三、分级基金B类份额的折算

前面已经介绍过，分级基金有定期折算与不定期折算，其中定期折算通常与分级基金B类份额没有关系。而不定期折算则分为向上折算与向下折算。

在了解过相应的折算规则之后，在向上折算、向下折算可能发生时，我们可以采取哪些投资策略呢？

首先，在分级基金B类份额向上折算时会恢复到初始杠杆，因此溢价程度可能会比折算前更大，只要避免持有溢价过大的分级基金B类份额参与向上折算即可。在向上折算过后，分级基金B类份额的持有人会收到分级基金的母份额，投资者可以选择拆分卖出，也可以选择持有或赎回。

在遇到向下折算时，常常听闻有投资人遭受巨大亏损，主要原因其实不在规则本身，而是分级基金B类份额向下折算前的跌停板常常仍有巨大溢价，以及濒临向下折算时B类份额所具有的巨大杠杆。然而在实际操作中也有一些持有B类份额参与向下折算并获取巨大收益的例子。

四、分级基金B类的投资策略与风险

分级基金B类为投资者提供了带杠杆的指数投资工具，下面介绍一些简单的投资策略。

(1) 精选标的指数。如果跟不上行业轮动，那么就选覆盖所有行业的宽基指数，买定离手，持有到牛市结束，如沪深300、中证500等重要的宽基指数。

(2) 考虑分级基金的折（溢）价率。一定不能选择整体溢价高的分级基金B类，否则在遭遇市场情绪变化时，溢价突然消失，可能带来巨大损失。

(3) 适当关注一下相应分级基金A类份额的价格。若分级基金A类份额的价格被低估，那么价值修复就是迟早的事情。换句话说，分级基金A类份额的价格上升是大概率事件，那么A类份额与B类份额的价格之和也会上升，扩大整体溢价空间，套利资金进场后就会对分级基金B类份额的价格产生压制。所以，对于分级基金A类份额被低估的品种不建议参与。

(4) 流动性也是需要考虑的。考察流动性最重要的指标是场内份额和成交量。份额大、成交量大的分级基金B类，价格很稳定，特别是对于大资金，进入和退出的冲击成本很小；

份额小和成交量小的分级基金B类，除了价格弹性比较大外，几乎没有优势。

(5) 选择达到基金合同约定仓位的分级基金B类。用当日母基金净值的涨幅除以跟踪标的指数的涨幅就可以得出基金建仓的大概仓位，回避未建仓完毕的分级基金。

(6) 即将向下折算的分级基金B类在下跌过程中杠杆会急剧放大，在二级市场由于存在涨跌停板限制，可能存在不合理的价格，因此盲目买入易造成巨大亏损，应谨慎投资。

以上投资策略可以结合行业轮动、技术分析等其他方法，构建出完善的投资策略。

对分级基金来讲，系统性风险就是标的指数的大幅波动。标的指数直接决定了母基金的净值，母基金的净值影响分级基金B类份额的净值，而分级基金B类份额的净值影响分级基金B类份额的价格。如果持有跌停的分级基金B类份额在二级市场卖不出去，可以考虑马上购买相同数量的分级基金A类份额，合并赎回，最大可能地减少损失。

分级基金的风险还来自套利。母基金溢价主要是由分级基金B类份额溢价导致的。当母基金大幅溢价时，就会吸引套利盘的光临，溢价越大，套利盘越多。套利盘通过申购母基金，拆分后在二级市场卖出，如果空间够大，套利盘则不惜跌停出货，产生踩踏事件。

而一些规模较小的分级基金B类还具有流动性风险，其成交量极小，甚至在一天之内可能无成交，因此在卖出时可能会因为流动性差而需要折价卖出，从而承受损失。

第三节　分级基金A类的投资与套利

一、分级基金A类份额的价值计算

分级基金A类份额的价值主要由浮息债价值与向下折算期权价值两方面构成。分级基金A类份额的约定收益率为一年期定期存款利率+3%、+3.2%、+3.5%、+4%、+4.5%，甚至+5%，分级基金A类份额的净值计算公式为

A类份额净值=1.00+(已计息天数/应计息天数)×约定利率

式中，已计息天数为距离上次定期折算或不定期折算的自然日数；应计息天数为当年总天数，通常为365。

在本章第一节提到过A类份额的隐含收益率的计算公式如下。

A类份额隐含收益率(简化版)=A类份额约定收益率/A类份额价格

正如A类份额净值计算中需要考虑应计利息一样，A类份额价格有一部分是在定期折算时除息的，所以引入A类份额修正隐含收益率，其计算公式如下。

A类份额修正隐含收益率=A类份额约定收益率/[A类份额价格-(A类份额净值-1.00)]

众所周知，市场的利率是不断变化的，同时由于分级基金的配对转换机制，A类份额、B类份额可以不断被创设而且没有上限。A类份额的修正隐含收益率不仅受到市场资金利率的影响，同时受到B类份额溢价率的影响。B类份额的溢价率越大，则A类份额的折价率越大，即A类份额的价格越低。而影响B类份额溢价率的因素包括市场走势、投资者情绪、融资成本等，所以A类份额的修正收益率总是在变化的。

对分级基金A类份额向下折算期权价值需要根据向下折算机制进行分析：约4份分

级基金A类份额将变为3份母基金与1份A类份额。因此在不考虑交易费用时，假设A类份额的交易价格在向下折算前后基本相同（实际上合理价不发生变化），有如下等式。

4×盈亏平衡价＝3×1.00元＋1×A类份额合理价

盈亏平衡价＝(3元＋A类份额合理价)/4

由上述等式可以得到，分级基金A类份额的向下折算收益率在未考虑指数波动和交易费用时，可以表示为

A类份额向下折算收益率＝(盈亏平衡价/交易价格－1)×100%

由于未考虑母基金赎回费、市场风险等因素，应预留一些富裕容差量，而且是否向下折算并非基于投资者的预测，而是以收盘后的当日净值为准。

请思考：

1. 为什么可以认为向下折算前后的合理价不变？(从隐含收益率角度)

2. 具有什么特点的A类份额在接近向下折算时会上涨？

二、分级基金A类的潜在风险

由于分级基金A类具有的债性，其短期波动与市场利率有关。在利率走向没有改变时，分级基金A类的主要风险如下。

1. 短期风险：套利盘抛压的风险

在牛市中，分级基金B类投机者和套利者拥有的力量很具爆发力。随着市场的上涨，分级基金B类投机的收益风险比变得越来越有吸引力，同时溢价套利机会的大量出现使得套利者积极参与到分级基金A类份额的定价（其套利抛售对分级基金A类形成压制）中。因此在此阶段分级基金A类往往会受到短期的打压。但是每一次调整总是伴随着机会的诞生，分级基金A类由于其本身的债性价值具备极强的向心力，在每一次短期打压之后总能形成强劲的反弹。

2. 中期风险：市场供给突然放大带来的风险

由于分级基金的属性较特殊，其具有无限创设性。分级基金B类的需求取决于B类的投机需求，而且该需求随着行情的变化而不断改变。而分级基金A类的需求相对固定，而且多为长线资金所持有，就目前的隐含收益率而言是相当大的。因此分级基金A类、B类的需求具有时间和空间上的不对称性。随着行情的逐渐冷却分级基金B类投机需求减弱，分级基金A类价格会在分级基金B类谋求退出的过程中合并赎回并被拉涨。因此，可以说分级基金A类的中期风险可以依赖于时间来收敛。

3. 极端风险：“闪电熊”中的分级基金A类份额本金受损的潜在风险

2015年6—7月证券市场大幅调整，上证综指从最高5 178点回调至3 373点，调整幅度高达34.9%。创业板分级基金将触发向下折算。原本向下折算有利于分级基金A类份额投资，但是在这次急速下跌中，分级基金A类份额投资者心中也充满恐慌。期间创业板指数成分股近一半停牌，而且市场急速向下的趋势并未扭转，如果向下折算A类份额的75%都转换为母基金，由于母基金持有股票近一半停牌无法卖出，那么可能

导致分级基金 A 类投资者通过向下折算获取的母基金无法赎回，同时指数继续下跌将导致分级基金 A 类投资者受损。原本分级基金 A 类投资者期望向下折算获取向下折算收益，后来变为担心向下折算导致投资受损。在 2015 年 7 月 8 日，以创业板 A 为代表的多支分级基金 A 类跌停，幸运的是在第二个交易日国家队救市，指数急速下跌的势头得以缓解，于 7 月 8 日跌停的分级基金 A 类又纷纷涨停。

三、分级基金 A 类的投资策略

在投资分级基金 A 类时最基本的筛选标准有以下三条。

1. 分级基金 A 类交易活跃且交易量大

根据金融理论，金融资产的交易量越大，交易价格越有效，即金融资产可以以较低的冲击成本变现或者购入金融资产。如果分级基金 A 类交易活跃且交易量大，则交易成本比较低。A 类份额的约定收益率本来就不高，如果交易的冲击成本高，则将严重影响投资分级基金 A 类的投资收益。

2. A 类份额修正隐含收益率较高

随着分级产品的多样化，A 类份额约定收益逐渐分化，由于不同产品约定收益率不同，因此 A 类份额的折（溢）价率并无明确的代表性，不能作为选择依据。而修正隐含收益率越高，代表分级基金 A 类的本期有效利率越高，因此越有投资价值。

3. 分级基金整体折价

选择整体折价的分级基金是为了规避前述的短期套利盘抛压风险。简单说就是，整体溢价分级基金存在申购套利机会，如果套利者抛售 A 类份额，那么 A 类份额价格短期上涨不易。

依据上述标准，我们可以对分级基金 A 类产品进行投资价值的优劣排序，从而可以构建分级基金 A 类轮动策略。

请思考：哪些分级基金 A 类份额的价格受利率波动的影响更明显？

四、基于配对转换的套利机制

当 A 类份额价格＋B 类份额价格＞2×母基金份额净值＋交易成本时（申购费），可以进行分级基金溢价套利（或称分级基金申购套利），如图 7－6 所示。

当 A 类份额价格＋B 类份额价格＜2×母基金份额净值－交易成本时（赎回费），可以进行分级基金折价套利（或称分级基金赎回套利），如图 7－7 所示。

套利投资者不仅需要承担母基金的市场风险，而且要承担 A 类份额、B 类份额价格的日内波动风险。对于厌恶风险的投资者可以通过选择股指期货对冲的方式降低风险。但由于分级基金的跟踪指数主要为行业指数或者主题指数，这些指数并没有相应的股指期货，因此分级基金套利者通常根据自身经验选择上证 50、沪深 300、中证 500 股指期货进行对冲。

2015 年之前的分级基金都是深圳证券交易所模式（母基金代码为 160 开头，A 类份

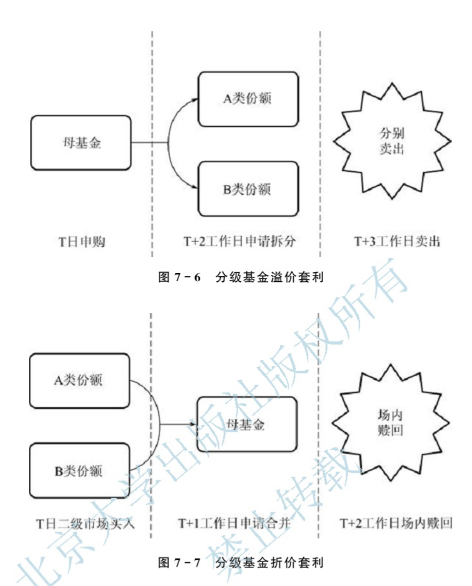


图 7-6　分级基金溢价套利

图 7-7　分级基金折价套利

额、B类份额代码为150开头），2015年上海证券交易所推出自己的分级基金模式。上海证券交易所分级基金与深圳证券交易所分级基金最大的区别就是上海证券交易所分级母基金和A类份额、B类份额同时上市，而深圳证券交易所分级基金仅A类份额、B类份额上市交易。

上海证券交易所分级基金间接实行T＋0机制。具体来说，当日买入母基金当日可拆分，拆分后得到的A类份额、B类份额当日可卖出；当日买入A类份额、B类份额当日可合并，合并后得到的母基金当日可卖出或赎回。深圳证券交易所分级基金当日分拆母基金，次日获得A类份额、B类份额后可以卖出；当日合并A类份额、B类份额，次日获得母基金后可以申请赎回。

上海证券交易所分级基金分拆、合并申报数量应为100份的整数倍，并且不低于5万份（以母基金份额计算）。深圳证券交易所分级基金拆分、合并申报数量不低于100份。目前，上海证券交易所上市的分级基金代码以“50”开头，并且母基金与A类份额、B类份额代码是连号的；深圳证券交易所分级基金母基金代码以“160”开头，A类份额、B类份额以“150”开头。



本 章 小 结

分级基金有多种，常见的一种是融资型分级基金。A类份额和B类份额的资产作为一个整体投资，其中B类份额的持有人每年向A类份额的持有人支付约定利息，至于支付利息后的总体投资盈亏都由B类份额承担。

作为具有杠杆的金融产品，分级基金存在几种用于兑付收益、恢复杠杆的折算规则。了解这些规则是投资分级基金的必要前提，以避免遭受重大亏损。此外，还能通过了解折算规则来判断基金交易价格的变化规律。

配对转换机制为投资者提供交易之外的参与及退出机制。投资者可以通过申购母基金进行拆分卖出A类份额得到B类份额，同样可以卖出B类份额保留A类份额，或者A类份额、B类份额都卖获取套利收益。投资者也可以在持有A类份额或B类份额的情况下，买入B类份额或A类份额进行合并赎回套利。

问题与应用

1. 根据本章所学寻找适合申购套利、赎回套利的标的。
2. 利用投资价值排序，设计一种分级基金A类轮动策略。

第八章　基金套利

学习目标

1. 掌握基金公司对股票不同的估值方式。
2. 掌握基金不同的交易方式。
3. 掌握 ETF 的交易方式。
4. 了解定向增发基金和传统封闭式基金的异同。
5. 了解套利过程中存在的风险，理性投资。

内容预览

在证券市场上有很多投资方法，其根本目的都是盈利。根据基金投资对象的不同，可以将基金分为股票基金、债券基金、货币基金、期货基金等。通过二级市场买入或者申购股票基金，可以获取持仓股票上涨带来的收益。对于没有办法在期货市场上直接购买的期货品种，可以通过购买持有该期货品种的基金来获取收益。对于被动跟踪相应指数的基金，可以通过一定方式的基金操作获得额外收益。本章将介绍一些基本的基金套利方法。

第一节　基金持仓股票套利

基金的种类很多，可以按照是否可增加或赎回、组织形态的不同、投资风险与收益的不同、投资对象的不同等来划分。股票基金持有相应的股票，同时股票仓位不低于 80%。在看好某行业板块的股票的前提下，或者看好某种指数并想购买成分股的情况下，又或者想分散风险选择一篮子股票而不是某支股票，再或者资金限制等都可以选择买入并持有对应的基金，享受基金持仓股票带来的收益。

而在股票暂停交易阶段或者买不到的情况下，挑选相应的基金买入并持有也是一种较好的方式。股票因为市场看好而封死涨停板，普通投资者在没有通道优势的前提下很难买到。同样的情况也发生在带着重大利好复牌的股票上，通过基金套利的方法，同样可以获得该股票上涨带来的收益。基金公司不同的估值方式与股票最终恢复活跃成交时的交易价格存在差值，这也给投资者提供了一种套利手段。

一、公允价和市场价

要进行基金套利，首先要了解股票的公允价和市场价的区别。基金公司对于持仓股票有两种估值方式：公允价和市场价。搞清楚在什么情境下基金公司会选择哪种方式计算基

金净值很重要，因为这是发现套利机会、计算套利空间、选择套利方式的前提。

公允价的定义是在公平交易中，熟悉情况的交易双方，自愿进行资产交换或债务清偿的金额。在购买基金时，基金公司对于持仓的停牌股票的价格按照一定标准进行估值，所得就是公允价。基金公司计算净值时按公允价计算。

而当复牌股票恢复活跃交易，基金公司计算净值时，按计算日集中交易市场的收盘价为准进行计算，此时依据的就是市场价。

对于复牌后连续一字涨停的股票，其市场价若低于公允价，在恢复活跃交易前按照公允价计算，在打开涨停板恢复活跃成交的那天，基金的净值按照市场价计算；若市场价高于公允价，则按市场价计算。复牌后连续一字跌停的股票，若市场价高于公允价，在恢复活跃交易前按照公允价计算，在打开跌停板恢复活跃成交的那天，基金的净值按照市场价计算；若市场价低于公允价，则按市场价计算。

例如，D 基金对于 A 股票的公允价为 20 元/股，A 股票经过长期停牌，复牌当天的价格为 19 元/股，并封死涨停板。由于没有恢复活跃成交并且市场价低于公允价，当晚净值按公允价计算，即当晚 A 股票涨停对 D 基金的净值没有贡献。假设第二天，A 股票仍然涨停，那么 A 股票的价格就变为 20.9 元/股，当天收盘价高于公允价，当晚的净值按照市场价计算。假如 A 股票停牌期间发布利空或者行业指数大跌，D 基金公司下调 A 股票的公允价。A 股票复牌当天封死跌停，但是收盘价仍高于公允价，当晚净值按照公允价计算。假设第二天 A 股票打开跌停板，恢复活跃成交，而此时无论市场价高于或者低于公允价，当晚净值结算都按照市场价结算。

二、基金公司对于股票的估值方法

要通过基金套利持仓股票所带来的收益，首先要了解基金公司对于停牌股票的估值方法。基金公司对于股票的估值方法主要有以下几种。

（1）未公告的股票的公允价按停牌前最后一个交易日价格估算。因为基金公司计算净值时按公允价计算，所以计算净值时也按股票停牌前最后一个交易日价格估算。

（2）按照指数收益法对停牌股票进行公允。指数收益法是将停牌期间行业指数的涨跌幅视为停牌股的涨跌幅，以确定当前公允价。

那如何根据指数收益法对一支停牌股票进行公允价的计算呢？

以共达电声（002655）为例。首先要确定该股票对应的行业，可以在证券公司软件上找到，如图 8-1 所示。

股吧 大事 新闻 公告 研究报告 所属板块 关联品种 核心题材 模拟交易
共达电声所属板块 电子元件板块个股

图 8-1 共达电声所属行业

接着，要查找该行业对应的行业代码，可以在搜索软件上查找《中基协基金估值行业分类指数编制方案》，如图 8-2 所示。

通过查找得共达电声所属的行业代码为 39，对应的指数代码是 H30066，如图 8-3 所示。

中基协（AMAC）基金估值行业分类指数编制方案

中基协基金估值行业分类指数依据《上市公司行业分类指引》（2012年修订）中的门类划分，编制16个门类指数（不包括制造业）；依据制造业门类下的大类划分，编制27个大类指数，共有43条行业分类指数。

1. 指数名称与代码

指数名称	指数简称	指数代码	覆盖行业代码
AMAC农林牧渔指数	AMAC农林	H11030	01-05
AMAC采矿指数	AMAC采矿	H11031	06-12
AMAC水电煤气指数	AMAC公用	H11041	44-46
AMAC建筑指数	AMAC建筑	H11042	47-50
AMAC交运仓储指数	AMAC交运	H11043	53-60
AMAC信息技术指数	AMAC信息	H11044	63-65
AMAC批发零售贸易指数	AMAC批零	H11045	51-52
AMAC金融保险指数	AMAC金融	H11046	66-69
AMAC房地产指数	AMAC地产	H11047	70
AMAC文化体育指数	AMAC文体	H11049	82,85-89

图 8－2　中基协基金估值行业分类指数编制方案（部分）

AMAC电子设备指数	AMAC电子	H30066	39

图 8－3　共达电声所属行业代码及对应的指数代码

共达电声 2016 年 9 月 22 日停牌当天的收盘价是 15.95 元/股，那么 10 月 31 日的公允价为多少呢？知道了指数代码，可以通过指数涨跌幅来计算。9 月 22 日指数为 4 403.36，而 10 月 31 日指数为 4 410.41，则 10 月 31 日对应的公允价可以通过计算得到，为 15.98 元/股。

（3）根据股票基本面调整持仓停牌股票的估值。例如，金亚科技（300028）因为业绩不佳、涉嫌财务造假、资产重组失败从而导致退市风险较大。2015 年 6 月—2016 年 4 月的停牌期间，股市遭遇数次股灾而暴跌。因此，不少基金公司选择对金亚科技进行估值调整。在 2016 年 2 月底，先后有 16 家基金公司宣布对其进行估值调整，最高估值为 8.8 元，对应 13 个跌停，而最低估值只给出了 5.14 元，对应 18 个跌停。

三、套利空间的计算

（一）股票连续上涨对基金净值存在贡献

基金持有的资产如股票、债券基金、货币基金、期货等上涨或者盈利，则基金净值也会上涨。股票基金会对持仓成分股的交易价格进行计算，从而得出基金净值。正常活跃交易的成分股上涨会对基金净值产生正面贡献。当持仓股连续涨停且按照市场价计算时，其对基金净值的贡献是逐渐变大的。可以设置某种情境：D 基金的规模是 1 000 万元，基金总份额是 1 000 万份，净值为 1.000 元，基金持仓中 A 股票的总份额是 100 万份，那么 A

股票在D基金中的占比就是10%。假设在此之后，第一天A股票涨停，其他股票价格不变，那么A股票的总份额变为100万份×1.1=110万份，D基金的规模变为1 010万元，那么A股票在D基金中的占比就变为10.9%，而基金总份额仍是1 000万份，当晚基金净值变为1.010元。假设第二天A股票还是涨停，其他股票价格仍然不变，那么A股票的总份额变为110万份×1.1=121万份，D基金的规模变为1 021万元，那么A股票在D基金中的占比就变为11.9%，由于基金总份额不变仍是1 000万份，当晚基金净值就变为1.021元。假设其他成分股价格一直不变，而A股票连续涨停，则A股票的占比逐渐变大，而其对于基金净值的贡献也越来越大。

（二）依据的价格不同产生的套利空间

公允价和市场价存在差异，会导致盘中估值和当晚基金公司公布的净值之间存在差异。停牌后重新复牌的股票，适用于按公允价计算时，该股票的涨跌对于基金净值不存在贡献。而在恢复活跃交易的那一天，将按市场价计算，当晚的基金净值将有一定概率偏离盘中软件估算价格。假设D基金的规模是1 000万元，基金总份额是1 000万份，净值为1.000元，基金持仓中A股票的总份额是100万份。该基金重仓的A股票经历长期的停牌后终于复牌，而停牌期间，该行业指数大涨，该基金对A股票采用的是指数收益法估值，因此公允价高于停牌时期的价格。经估算后，A股票的公允价为20元/股，而A股票复牌当天的价格为17元/股。第一天A股票涨停，收盘价为18.7元/股，低于公允价。因此当晚基金净值计算时仍按照A股票公允价来结算，仍是20元/股，A股票的总份额仍是100万份。假设其他成分股价格不变的情况下，D基金的规模仍是1 000万元，基金总份额仍是1 000万份，净值仍为1.000元。而第二天A股票仍然涨停，此时它的收盘价为20.57元/股，高于公允价。因此当晚基金净值计算时按照A股票当日收盘价来结算，即20.57元/股，则A股票的总份额变为102.85万份。假设其他成分股价格不变的情况下，D基金的规模变为1 002.85万元，而D基金总份额仍是1 000万份，则净值变为1.002元，上涨0.2%。而值得注意的是，盘中软件对D基金净值自动估值时，按照A股票价格上涨10%进行计算。按这种方法计算，假设其他成分股盘中价格都不变，第一天A股票的总份额变为110万份，D基金的规模变为1 100万元，而基金总份额仍是1 000万份，因此计算得到基金净值是1.010元。第二天，由于实际上前一天基金净值没有变化，因此软件计算时，A股票的总份额还是变为110万份，D基金的规模变为1 100万元，而基金总份额仍是1 000万份，盘中软件自动估值基金净值是1.010元，上涨1%。而实际上第一天A股票涨停对D基金净值毫无贡献，第二天D基金净值也只上涨了0.2%。

四、套利中可能存在的风险

投资者都希望在证券市场上获取利润，但是最终赚钱的人是少部分，因为不存在无风险的套利。假设存在无风险或者风险极低的套利方法，那么投资者必定趋之若鹜，套利空间很快被稀释至无。因此风险无可规避，在套利过程中要学会估算风险来源、大小，尽可能降低风险。当然，由于风险无可规避，也一定要做好遭遇风险和损失的心理准备。

在股票基金中股票停复牌或者连续涨停的套利过程中，可能遭遇以下几方面的风险。

（一）其他成分股下跌

基金净值计算时会计算所有成分股的份额和价格。在计算套利空间时，通常对其他成分股做出不涨不跌的假设。但实际情况下，股市不可能没有波动。在套利时面对的风险可能是大盘整体下跌，或者行业板块指数下跌，或者遭遇“黑天鹅”等各种原因导致的其他成分股下跌，最终导致套利空间缩小、消失，甚至亏损。

因此缩短套利前后周期可以减少这期间大盘下跌的风险。例如，股票第二天复牌，情况允许的条件下，可以在复牌前一天再买入，尽可能缩短套利周期。

（二）股票恢复交易时与预期价格之间存在差异

在套利前，可以根据同行业或者同类型股票价格的横向比较，对股票复牌后的走势进行估算，估算出复牌后最终恢复交易时的市场价。而实际走势不一定符合预期，往往会出现股票恢复活跃交易时的市场价未达到预期的情况，导致套利空间被压缩甚至没有空间或者亏损。对此类亏损，要有心理准备和预计的承受能力。

（三）大量申购盘导致的稀释

在满足其他成分股不涨不跌的前提下，套利对象的股票恢复活跃成交时的价格也达到预期，可能还是赚不到钱。因此，在套利时还要考虑可能存在的申购资金导致的稀释。假设 D 基金的规模是 1 000 万元，基金总份额是 1 000 万份，净值为 1.000 元，基金持仓中 A 股票的总份额是 100 万份。第二天 A 股票涨停，其他股票价格不变，那么 A 股票的总份额变为 100 万份×1.1＝110 万份，D 基金的规模变为 1 010 万元，而基金总份额仍是 1 000万份，当晚基金净值变为 1.010 元。而假设在第一天有 1 000 万元套利资金申购了该基金，D 基金的规模就变为 2 000 万元，净值是 1.000 元，基金总份额则变为 2 000 万份。第二天 A 股票涨停，其他股票价格不变，那么 A 股票的总份额变成了 100 万份×1.1＝110 万份，D 基金的规模变成了 2 010 万元，而基金总份额仍是 2 000 万份，当晚基金净值变成了 1.005 元。不难看出套利空间因为套利盘的进入而被稀释。因此套利资金越多，赚到钱的可能性就越低，赚到的钱就越少。

因此在套利过程中，尽可能避开大波套利资金可以增加赚钱的概率。基金公司为了防止大规模的申购或赎回会采用限制大额资金的方法。在套利过程中选择此类基金，将资金分散进入市场，可增加套利成功率。另外，选择一些“路费”较高的基金也能增加避开大资金的成功率。

五、案例解析

因涉及财务造假，金亚科技被中国证监会立案调查。该股票停牌期间大盘遭遇几次大跌，再加上其存在的退市风险，不少基金对持有该股票的净值做了大幅减值。并且通过指数收益法进行估算，金亚科技的公允价远低于指数收益法估算的价格。在金亚科技恢复交易后，如果其打开跌停板的价格大大高于基金所定的净值即基金公司规定的公允价，并且该股票在持仓基金中的占比没有被大规模的套利资金摊薄，那么重仓金亚科技的基金在该股票开板前后就有一定的套利空间，这体现在打开跌停，恢复活跃成交的那一天，持有金

亚科技的基金公布的净值相对于盘中估值有额外上涨。而按照A股市场股民的赌性来看，以连续十几个跌停板为设想，金亚科技提前开板的概率较大。表8-1为各基金公司对于金亚科技的估值调整和最终的净值增长情况。

表8-1 各基金公司对于金亚科技的估值调整和最终的净值增长情况

	代码	名称	12月31日基金净值占比	12月31日估值/元	复牌公允价/(元/股)	天天基金申购费	赎回费	12月31日基金规模/亿元	4月7日净值增长
1	161818	银华消费分级混合	6.75%	24.48	8.67	0.15%	0.5%	2.75	−0.57%
2	000167	广发聚优灵活配置混合A	6.21%	15.94	8.67	0.15%	0.5%	3.22	3.38%
3	000529	广发竞争优势混合	4.36%	15.94	8.67	0.15%	1.5%	8.83	1.23%
4	580005	东吴进取策略混合	3.57%	24.48	8.78	0.15%	0.5%	1.04	0.48%
5	270050	广发新经济混合	3.27%	15.94	8.67	0.15%	0.5%	3.34	2.14%
6	270001	广发聚富混合	3.22%	15.94	8.67	0.15%	0.5%	22.24	1.01%
7	710002	富安达策略精选混合	3.16%	18.63	8	0.15%	0.5%	2	0.79%

首先，筛选出重仓金亚科技的基金，进行排序，如表8-1所示。由于大盘整体性下跌和金亚科技的负面新闻，以上基金公司对金亚科技的估值进行了调整；可以得出假如其他持仓股不涨不跌的情况下，金亚科技只要提前打开跌停板，就存在套利机会；那么这次套利的"路费"就是基金的申购费和赎回费。可以看出，由于平台打折优惠，申购费为0.15%，再加上赎回费0.5%，手续费为0.65%。而金亚科技于4月7日打开跌停板恢复活跃成交，基金公司的实际卖出价格高于此前调整的估值，由此带来一定套利空间。

从表8-1中不难看出，4月7日持仓基金的净值除银华消费分级混合外都存在一定增长。因为银华消费分级混合持仓较多，而且不限大额，因此净值被套利资金稀释得很厉害，而碰上其他成分股下跌，相当于没有赚到金亚科技提前开板的红利，赔了"路费"，还要承担股票下跌的损失。而广发聚优灵活配置混合A在开板前几天被限制大额资金申购，一天的上限为1万元，大资金难以进入，因此稀释效应比较小。而且那几天大盘也没有出现较大跌幅反而有所小涨，可以称为一次成功的套利。

在套利时要预估风险，有承受风险的预期，并且尽可能避开大资金。尽管一次可能只有1%的利润，但是只占用较短时间，相对于其他方法存在安全垫，风险较低。长时间算复利也是极可观的。

第二节 基金净值与交易价格的价差套利

一、场内申赎基金与二级市场交易

基金的交易方式与基金种类有关。部分基金可以在二级市场直接买卖，也可以在场内申购赎回，如部分LOF和ETF。而二级市场的交易价格和基金的净值存在一定偏离。当基金存在溢价时，可以场内申购该基金，然后在二级市场卖出。同理，当基金折价时，可以在二级市场买入该基金，然后在场内办理赎回。

部分场内基金申购 T+1 工作日可以操作，有些基金可以达到 T+0。而场外申购需要 T+2 工作日才能操作。场内基金的时效性较强。场内基金申购需要开通场内基金账户。

二、场外基金转场内交易的套利

二级市场交易价格和基金净值存在价格差。当二级市场交易价格高于基金净值时，可以选择申购该基金，然后在二级市场交易。该法适用于 LOF 及部分其他基金。而不同平台给出的基金申购的折扣不同，许多基金场外申购手续费都有一定的折扣优惠，往往远低于场内申购，因此可以选择场外申购然后转托管至场内，再在二级市场交易，从而套利。

如图 8-4 所示，许多代销基金的网站的申购费都有一定折扣。



图 8-4　基金申购费折扣

（一）转托管的操作

转托管指的是投资者通过办理一定的手续，将其托管股份从一家证券公司处转移到另一家证券公司托管，实现股份委托管理的转移。基金场外转场内就是转托管的一种方式，投资者持有的基金的份额将从基金代销平台或者基金公司转到开户证券公司的场内账户里。通过这种方式实现场外申购，二级市场卖出的操作。反之，在二级市场买入，场内转场外也是可以的。在此介绍场外申购、转场内卖出的操作。

首先，需要在基金代销平台（选择费率较低、可靠的平台）或者基金公司创建账户。选择对应的基金买入，完成申购。通常基金会在 T+1 工作日到账，T+2 工作日即可操作。QDII 基金会在 T+2 工作日到账，T+3 工作日可以操作。

买入的份额到账可以操作后，在基金代销平台选择“场外转场内”，如图 8-5 所示。

我的账户　活期宝　定期宝　指数宝　私募宝　基金产品　基金导购　基金定投　高端理财　交易查询　帮助中心
首页　收益排行　买基金　卖基金　转换　买新基金　场外转场内　撤单　修改分红方式

图 8-5　在基金代销平台选择“场外转场内”

选择转出基金，选择份额，如图 8-6 所示。接下来需要知道场内开户证券公司的席位号，可以打电话给客服或者选择电子客服。需要注意的是证券公司的深圳证券交易所席位号和上海证券交易所席位号是不同的。

1.选择转出基金　2.场外转场内　3.预览确认　4.转出申请受理

您当前持有开放式基金份额（仅限中登上海，中登深圳基金账户下的开放式基金。）

基金代码	基金名称	关联账户	单位净值 日期	持有份额（份）	可用份额（份）	参考市值（元）	操作

图 8-6　选择转出基金及份额

T日申请转托管后，T+1工作日基金将会到账，T+2工作日可以在场内卖出。但是场外转场内需要先开通场内基金账户。具体操作可以咨询开户证券公司的客户经理，大部分证券公司此项操作需要本人临柜办理。开通场内基金账户需要让证券公司把自己的基金交易代理号挂至场内。此项操作完成后可以在证券公司软件股东列表里看到除去98和99前缀的场内基金账号。若是没有成功开通场内基金账号，将会在基金申购平台上显示已经转出，然而在场内账户看不到该基金份额。“凭空消失的基金份额”直到成功开通场内账户后才可看到和进行操作。

场外转场内的耗时较长，承担的时间风险较大。很可能转到场内，溢价已经消失甚至折价；或者该基金在操作过程中，净值下跌击穿溢价产生的安全垫；而大量套利资金进入，也容易砸平溢价。

（二）案例解析

2016年11月30日OPEC（Organization of the Petroleum Exporting Countries，石油输出国组织）会议时，由于有石油减产和油价上调的预期，场内与原油期货价格挂钩的基金（162411华宝标普油气上游股票，160216国泰大宗商品，501018南方原油）存在较大溢价。而场内的申购费较高，场外平台上申购费可以达到1折。因此在油价上涨的预期下，选择适当的时间场外申购基金转场内卖出也是一种很好的套利方式。

第三节 ETF套利

ETF通常又称交易所交易基金，是一种在交易所上市交易的、基金份额可变的一种开放式基金。

一、ETF和股票的相互转化

ETF代表一篮子股票的所有权，是指像股票一样在证券交易所交易的指数基金，其交易价格、基金份额、净值走势与所跟踪的指数基本一致。ETF的交易方式比较广泛，既可以通过场内申购和赎回，也可以在二级市场买入和卖出，而且二级市场交易的门槛较低，然而有些情况下会存在溢价，所以选择场外申购也是一种解决方法。ETF的申购门槛大多较高，多数100万元起。ETF除了直接申购，也可以选择另一种方式申购，以一篮子股票换取对应基金份额。

首先在基金公司查询对应ETF的基金合同和申购赎回清单，如恒生H股ETF，属于易方达基金公司，那么可以上易方达基金官网查询。选择该基金的申购赎回清单，如图8-7所示。

通过查阅基金招募说明书或者上官网查询，可以知道基金申购的门槛和申购上限，如图8-8所示。

在官网上还可以查到成分股（网站上多用成份股）信息内容（图8-9），从而完成ETF和股票之间的转化。

反之，赎回时也可以选择以基金份额换回一篮子股票。当某支股票暂停交易，而复牌后可能有较大利好时，可以通过ETF转化为对应的股票，这也是一种套利的方式。申购或者买入持有这支股票的ETF，然后赎回为一篮子股票，卖出其他股票，持有目标股票，通过这种ETF和股票相互转化的方式最终实现购买此支股票。



图 8－7　恒生 H 股 ETF 申购赎回清单

2017-05-26日信息内容	
最小申购、赎回单位的预估现金部分(单位:元)	23142.47
现金替代比例上限	100%
是否需要公布IOPV	是
最小申购、赎回单位(单位:份)	1,000,000
申购的允许情况	是
赎回的允许情况	是
当日累计申购上限	1000000000
当日累计赎回上限	500000000

图 8－8　恒生 H 股 ETF 申购门槛和申购上限

成份股信息内容

股票代码	股票简称	股票数量	替代标志	溢价比例	替代金额(单位:元)
1088	中国神华	1560	退补	15%	¥ 26611.20
1099	国药控股	548	退补	15%	¥ 17255.68
1186	中国铁建	906	退补	15%	¥ 8582.54
1211	比亚迪	294	退补	15%	¥ 11474.77
1288	农业银行	11995	退补	15%	¥ 39674.81
1336	新华保险	356	退补	15%	¥ 12874.11
1339	中国人保	3405	退补	15%	¥ 10061.10
1359	中国信达	4048	退补	15%	¥ 10461.44
1398	工商银行	24632	退补	15%	¥ 112107.00
1658	邮储银行	2735	退补	15%	¥ 11072.70
1766	中国中车	2007	退补	15%	¥ 12851.90
1776	广发证券	742	退补	15%	¥ 10550.00
1800	中国交建	2033	退补	15%	¥ 18971.71
1816	中广核电	4612	退补	15%	¥ 9315.54
1988	民生银行	2865	退补	15%	¥ 19938.16
2202	万科企业	604	退补	15%	¥ 10894.66

图 8－9　成分股信息内容

二、ETF 套利的其他方式

由于 ETF 存在多种交易方式，因此有较多套利方式。ETF 的净值和二级市场的交易价格存在差值，从而产生套利机会，具体操作基本与已述开放式基金的套利方式相同。若溢价，可以通过场内申购 ETF，在二级市场交易来完成套利。若折价，可以在二级市场买入 ETF，通过场内赎回来完成套利。部分 ETF 可以实现 T 日申购，T 日卖出；部分是 T 日申购，T+2 工作日卖出或者赎回等。在选择 ETF 套利时，要注意查阅具体的基金合同，搞清楚交易方式再交易。

（一）日内交易套利

部分 ETF 的交易方式是 T+0，即当日买入当日可以交易。当日内波动比较大时，可以通过 T 日买入 T 日卖出来实现套利，但是要注意基金交易的手续费，同时选择佣金比较低的证券公司开户。

（二）事件性套利

部分 ETF 跟踪的是港股指数或者境外指数。而深港两地和国内外节假日及交易时间存在差异，可能会出现中国香港或者国外放假，但是 ETF 依然能够交易的情况，此时就存在事件性套利的机会。比如港股或者美股闭市期间，国内或者欧美市场出现重大事件，相应的 ETF 由于跟踪的指数未发生变化，因此价格未产生对应的波动，可以提前买入或者卖出对应的 ETF，完成 ETF 的事件性套利。

基金合同修改的契机往往也是一种较大的套利机会。率先察觉到机会的少数投资者，往往就是获利的那部分人。例如，2015 年恒生 ETF 修改基金合同，实现 T 日申购，T 日即可交易，采用实时逐笔全额结算（Real Time Gross Settlement，RTGS），从而可以循环申购。大量套利资金迅速进入市场，场内溢价两日后很快消除。而在前两日进入的投资者就完成了一笔非常漂亮的套利。

第四节　定向增发基金的套利

一、定向增发基金和传统封闭式基金的异同

传统封闭式基金是相对于开放式基金而言的，指的是在基金发行前，基金公司就已经确定基金规模，同时规定一定的期限，在一定的时间内，除特殊情况（如扩募）外，基金的规模不得更改和扩展，简而言之，就是不允许存在申购和赎回等改变基金份额的方式，只能在二级市场买入和卖出。传统封闭式基金存在流通性不足等缺点，在遭遇大盘下跌时不能赎回，影响了投资者的热情。由于其存在的风险，传统封闭式基金往往在场内交易时存在较多折价。随着传统封闭式基金的到期，转为 LOF，传统封闭式基金退出历史舞台。

定向增发基金是指以参与上市公司定向增发为主的基金。定向增发是向特定投资者以

非公开方式发行股票，从而募集资金的方式。上市公司参与定向增发的价格往往低于市场交易价格，存在一定的股权锁定期。在股权锁定期间，参与定向增发的这部分股权不得交易。锁定期通常为一年，而到锁定期后，该部分股权可以进行流通。也就是定向增发基金以市场价一定折扣的价格买到了某种股票，代价是要存放一段时间才能交易，具体时间可以查看基金公告。而定向增发基金也存在封闭期，封闭期到期后转为 LOF。

定向增发基金和传统封闭式基金一样存在封闭期，市场交易价格往往也是折价交易。定向增发基金净值的计算方法与其他基金有所不同。定向增发基金计算净值时使用的是摊余成本法，即浮盈的总额除以 365 天，再乘以定向增发的股票参与定向增发后至今的天数，就得到了该股票净值浮盈。基金的净值增长总额就是参与定向增发的所有股票净值的浮盈总和。定向增发基金参与定向增发股票的价格通常是该股票前 20 个交易日均价的 9 折。如果该股票前 20 个交易日的价格为 20 元/股，那么定向增发价格就是 18 元/股。如果之后市场价下跌至 15 元/股，低于定向增发价格，那么定向增发基金计算净值时就按 15 元/股计算净值。如果市场价高于定向增发价格，就把差价除以 365 天，再乘以相应天数。定向增发基金的净值＝定向增发价格＋(浮盈/365)×已增发天数。若参与多支股票，则分别按这个算法计算相加。因此定向增发基金除了交易价格上的折价，还存在股票价格的隐性折价。

传统封闭式基金的持股变化可以通过年报和半年报等获得，但是时效性较差。而定向增发基金的优势在于，参与定向增发项目后，基金公司会发布具体的公告，公告包括参与定向增发的股票名称、定向增发资金、定向增发数量等，相对于传统封闭式基金可以获取更多的信息。

二、定向增发基金的封闭期与折价

定向增发基金参与股票的定向增发。股票的定向增发存在一定的锁定期，定向增发基金在发行前也规定了一定的封闭期。由于在封闭期内定向增发基金不能赎回，存在一定的风险，因此定向增发基金往往在交易时存在一定的折价。封闭期到期时间越长的往往折价越多，封闭期快到期的往往折价很少。交易价格上的折价可以视为一种套利机会。

定向增发基金持仓的股票同时也有分红，这也会给定向增发基金的净值增加一定的贡献；再加上交易价格的折价，相当于打折买到了分红。而不同定向增发基金的股票仓位不同，许多定向增发基金也持有不同比例的现金，这也可以成为买入定向增发基金的理由。

除此之外，定向增发基金还存在一定的隐性折价，与其计算方式有关。在上文中对定向增发基金计算净值的方式有所介绍，即定向增发基金计算净值时并不将参与定向增发的股票锁定期到期后的收益一次性计入净值。因此离锁定期越久的定向增发基金，其隐性的折价率就越大。而这种隐形的折价可以成为投资定向增发基金的安全垫。假设直到锁定期结束时，市场交易价格都不发生变化，那么就可以计算出当下该定向增发基金的实际净值。

定向增发基金的封闭期根据合同规定不同，有 18 个月、5 年等。18 个月的定向增发基金半年内应参与定向增发，兑现利润较快，前半年隐性折价率较大，之后逐渐减小。随着封闭期逐渐到期，定向增发基金的折价也会逐渐消失。由于定向增发基金的交易方式和规定，定向增发基金成为一种套利的手段。

三、定向增发基金套利存在的风险

定向增发基金以低于市场价的定向增发价格买入股票，但是存在锁定期。在锁定期内，如果该股票的交易价格低于增发价格，那么对该定向增发基金的总资产和净值也会产生负面影响。而定向增发基金本身也存在封闭期，并且封闭期内不得赎回，如果折价一直没有减少，即使卖出也是折价交易，折价部分利润的兑现需要时间。也就是定向增发基金要承担时间上的风险，不确定因素较大。这期间持仓股大盘整体下跌或者其他原因导致持仓股下跌，都会导致套利不达预期或者失败。

定向增发基金的成交量较小，由于不能赎回，导致流动不方便。

定向增发基金鱼龙混杂，有些定向增发基金参与的定向增发股票质地优良，而有些参与的定向增发股票质地则不太好。定向增发基金参与的定向增发股票质地不佳的话，会跌破增发价格甚至更低，导致套利不达预期甚至失败。

定向增发基金面临的最大危机就是政策。2017 年 5 月 26 日中国证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》。随后，沪深证券交易所相继发布《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》《深圳证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》。减持新规的发布将限制定向增发基金参与定向增发股票的减持。新规规定通过定向增发获得股权的股东，在锁定期满后 12 个月内只能以集中竞价方式减持 50%，90 日内减持总数不超过股份总数 1%。因此定向增发基金的定向增发模式和减持方式会受到很大影响。不久的将来，定向增发基金有可能和传统封闭式基金一样成为历史。

本 章 小 结

基金公司主要有以下几种方式对停牌股票进行估值：①未公告的股票的公允价按停牌前最后一个交易日价格估算；②按照指数收益法对停牌股票进行公允；③根据股票基本面调整持仓停牌股票的估值。

ETF 的交易方式比较广泛，既可以通过场内申购和赎回，也可以在二级市场买入和卖出。

不存在无风险的套利。假设存在无风险或者风险极低的套利方法，那么投资者必定趋之若鹜，套利空间很快被稀释至无。因此风险无可规避，在套利过程中要学会估算风险来源、大小，尽可能降低风险。当然，由于风险无可规避，也一定要做好遭遇风险的心理准备。

问题与应用

1. 某基金（非 QDII 基金）持仓的某支股票涨停，假设其他持仓股票不涨不跌，当晚公布的基金净值一定涨吗？
2. ETF 有哪些套利方式？
3. 什么叫定向增发基金的隐性折价？
4. 定向增发基金和传统封闭式基金有什么异同点？

第九章　股 指 期 货

学习目标

1. 了解国内主要证券指数及其成分股。
2. 掌握股指期货的原理、作用及交易流程。
3. 掌握股指期货套期保值策略的原理及操作方法。
4. 掌握股指期货套利交易策略的原理及操作方法。

内容预览

股指期货自产生至今只有不到40年的历史，但已经成为世界金融市场上最重要的金融产品，在促进金融市场稳健发展中起着非常重要的作用，其巨大的魅力愈来愈受到投资者的青睐。本章重点介绍股指期货的原理及交易规则，以及套期保值交易策略与套利交易策略，使读者对股指期货投资策略有一定的认识。

第一节　证券市场指数简介

证券指数（股市指数）是由证券交易所或金融服务机构编制的表明股票行市变动的一种供参考的指示数字。投资者根据指数就可以检验自己投资的效果，跑赢大盘也就是自身投资的收益率高于指数收益率，并且可以用来预测股票市场的动向。同时，证券指数是外界判断国家经济发展形势的重要参考指标。由于证券指数计算复杂，同时种类众多，因此人们常常从上市股票中选择若干种富有代表性的样本股票，并计算这些样本股票的价格平均数或指数，用以表示整个市场的股票价格总趋势及涨跌幅度。

各个国家或地区都编制了反映市场走势的证券市场指数，在国际上比较重要的指数有道琼斯指数、日经指数、伦敦金融时报指数与恒生指数。

我国证券市场指数主要有以上证综指、上证50指数、上证180指数、上证380指数及上证国债指数、上证企业债指数和上证基金指数为核心的上证指数体系，以深证综指、深证成指、深证100指数及中小企业板指数、深证基金指数为核心的深证指数体系，以及中证500指数等中证系列指数，其中股指期货指数为上证50指数、沪深300指数及中证500指数。

一、综合类指数

（一）上证综指

上证综指即上证综合指数，是由上海证券交易所编制的，以上海证券交易所挂牌的所

有股票为计算范围、以发行量为权数的加权综合股价指数，也称上证指数，代码为000001。上证综指以1990年12月19日为基日，以该日所有股票的市价总值为基期，基期指数定为100点，反映了上海证券交易所上市股票价格（包括A股和B股）的变动情况，自1991年7月15日起开始发布。1992年增设上证A股指数与上证B股指数，样本股分别为全部上市A股与全部上市B股。新上证综指发布以2005年12月30日为基日，以当日所有样本股票的市价总值为基期，基期指数为1 000点。新上证综指简称新综指，其样本股为上海证券交易所上市的全部已完成股权分置改革①的上市公司股票，指数代码为000017。

上证综指以样本股的发行股本数为权数进行加权计算，计算公式为

$$报告期指数=(报告期成分股的总市值/基期)\times 基期指数(100)$$

其中

$$总市值=\sum(股价\times 发行股数)$$

当成分股的名单发生变化、成分股的股本结构发生变化、成分股的市值出现非交易因素的变动时，采用除数修正法修正原来固定的除数，修正公式为

$$修正前的市值/原除数=修正后的市值/新除数$$

由此得出新除数（又称新基期），并据此计算以后的指数。

上证综指历史走势如图9-1所示。

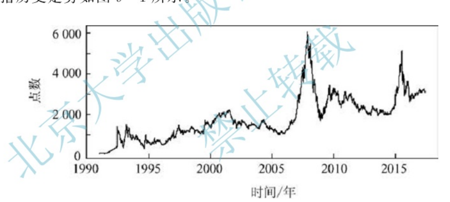


图9-1 上证综指历史走势

（二）深证综指

深证综指即深证综合指数，是深圳证券交易所从1991年4月3日开始编制并公开发表的一种股价指数，代码为399106。该指数规定1991年4月3日为基期，基期指数为100点。深证综指以在深圳证交所上市的所有股票为计算范围，是以发行量为权数的加权综合股价指数。其基本计算公式为

$$即日综合指数=即日成分股总市值/基日成分股总市值\times 基日指数$$

---

① 股权分置不能适应资本市场改革开放和稳定发展的要求，必须通过股权分置改革，消除非流通股和流通股的流通制度差异。股权分置改革是为了解决A股市场相关股东之间的利益平衡问题而采取的举措。上市公司股权分置改革是通过非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡协商机制消除A股市场股份转让制度性差异的过程，是为非流通股可以上市交易做出的制度安排。

每当发行新股上市时，从第二天纳入成分股计算，这时上式中的分母按下式调整。而上证综指是一个月以后才列入计算范围。

基日成分股总市值＝原来的基日成分股总市值＋新股发行数量×上市第一天收盘价

基日成分股总市值＝原来的基日成分股总市值＋新股发行数量×上市第10个交易日收盘价

深证综指历史走势如图9－2所示。

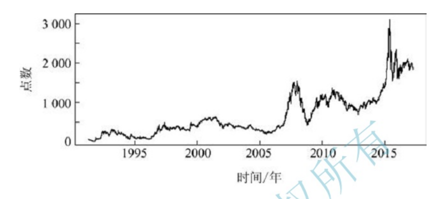


图9－2 深证综指历史走势

二、成分类指数

（一）上证180指数

上证180指数是作为此前上海证券交易所唯一的成分指数——上证30指数的替代，于2002年7月1日正式对外发布，代码为000010。上证180指数选取的基日是2002年6月28日，基期指数为同日上证30指数的收盘指数3299.05点。

上证180指数采用派许加权综合价格指数公式进行计算。计算公式如下。

报告期指数＝报告期成分股的调整市值×1 000/基期

其中

$$调整市值 = \sum(股价 \times 调整股本数)$$

上证180指数历史走势如图9－3所示。

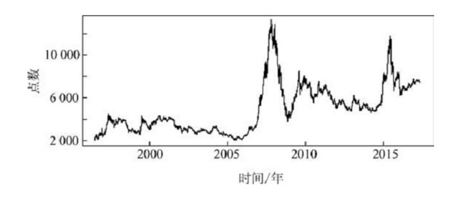


图9－3 上证180指数历史走势

调整股本数采用分级靠档的方法对成分股股本进行调整，分级靠档方法见表9－1。

表 9－1　调整股本数分级靠档

流通比例（%）	≤10	10～20	20～30	30～40	40～50	50～60	60～70	70～80	＞80
加权比例（%）	流通比例	20	30	40	50	60	70	80	100

上证 180 指数的选样是按照产业代表性、股票规模、交易活跃度、财务状况等原则来确定的。样本股是在所有 A 股中选取最具市场代表性的 180 种样本股票。

（二）上证 50 指数

上证 50 指数是根据科学客观的方法，挑选上海证券市场规模大、流动性好的最具代表性的 50 只股票组成样本股，代码为 000016，基日为 2003 年 12 月 31 日，基期指数为 1 000 点，以综合反映上海证券市场最具市场影响力的一批优质大盘企业的整体状况。选样方法：根据流通市值、成交金额对股票进行综合排名，取排名前 50 位的股票组成样本，但市场表现异常并经专家委员会认定不宜作为样本的股票除外。上证 50 指数的计算方法、修正方法与上证 180 指数一致。上证 50 指数历史走势如图 9－4 所示。



图 9－4　上证 50 指数历史走势

（三）沪深 300 指数

沪深 300 指数是由上海证券交易所与深圳证券交易所第一次联合发布的反映 A 股市场整体走势的指数，基日为 2004 年 12 月 31 日，基期指数为 1 000 点，上海证券交易所代码为 000300，深圳证券交易所代码为 399300。该指数是从沪深证券交易所选取 300 只 A 股作为样本编制而成的成分股指数，是反映沪深两个市场整体走势的“晴雨表”。由于沪深 300 指数采样股票市值占了沪深证券市场六成左右市值，成分股为市场中代表性好、流动性高、交易活跃的主流投资股票，能够反映市场主流投资的收益情况，并能够作为投资业绩的评价标准，为指数化投资和指数衍生产品创新提供基础条件。

沪深 300 指数的计算方法、调整股本的分级靠档方法与上证 180 指数相同。

沪深 300 指数历史走势如图 9－5 所示。

（四）中证 500 指数

为反映证券市场不同规模特征股票的整体表现，中证指数有限公司以沪深 300 指数为基础，构建了包括大盘、中盘、小盘、大中盘、中小盘和大中小盘指数在内的规模指数体

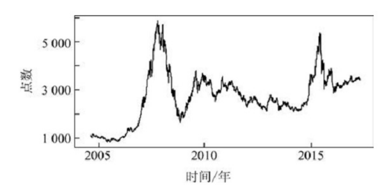


图 9-5 沪深 300 指数历史走势

系，为市场提供丰富的分析工具和业绩基准，为指数产品和其他指数的研究开发奠定基础。

中证 500 指数是中证指数有限公司开发的指数中的一种，又称中证小盘 500 指数。中证 500 指数综合反映沪深证券市场小市值公司的整体状况，基日为 2004 年 12 月 31 日，基期指数为 1000，上海证券交易所代码为 000905，深圳证券交易所代码为 399905。

中证 500 指数的计算、调整均与沪深 300 指数相同，其样本股是扣除沪深 300 指数样本股及最近一年日均总市值排名前 300 名的股票，剩余股票按照最近一年（新股为上市以来）的日均成交金额由高到低排名，剔除排名后 20%的股票，然后将剩余股票按照日均总市值由高到低进行排名，选取排名前 500 名的股票。

中证 500 指数历史走势如图 9-6 所示。

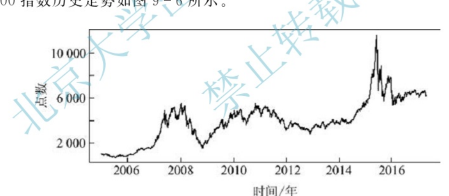


图 9-6 中证 500 指数历史走势

（五）深证成指

深证成指即深证成分股指数，是深圳证券交易所编制的一种成分股指数，代码为 399001，是从上市的所有股票中抽取具有市场代表性的 40 家上市公司的股票作为计算对象，并以流通股为权数计算得出的加权股价指数，综合反映深圳证券交易所上市 A 股、B 股的股价走势，基日为 1994 年 7 月 20 日，基期指数为 1 000 点。

2015 年 5 月 20 日，深圳证券交易所对深证成指正式实施样本股扩容。扩容后，指数样本股数量从 40 只扩大到 500 只，指数代码、指数简称、选样规则保持不变。经过扩容，深证成指的市场代表性大幅提升，总市值约 13 万亿元，市值覆盖率接近 60%，与国内外市场标尺性指数的覆盖率水平相当。

深证成指历史走势如图 9-7 所示。

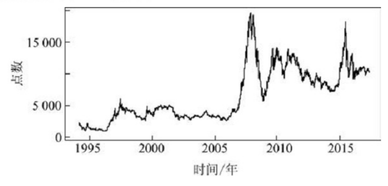


图 9-7　深证成指历史走势

第二节　股指期货基础

一、期货及其基本作用

在详细介绍股指期货之前我们先认识一下期货。期货就是规定在未来某一特定的时间和地点交割一定数量标的物的标准化合约。标的物可以是棉花、大豆、金属、石油等商品，也可以是股票、债券等金融资产，还可以是某个金融指标，如银行同业拆借利率或者股票指数。

期货最大的特点在于使价格的波动变成可以交易的产品，从而起到规避风险及风险套利的作用。下面举例说明期货的作用。

老王春天在自家田地里种了棉花，预计 9 月成熟，现在棉花的价格为 10 元/千克。老李开了一家纺织厂，他认为棉花价格会在未来上涨，于是与老王在 6 月 15 日签订了一份合同，规定在 9 月 15 日以 10 元/千克的价格交易 1 吨的棉花。假设 9 月 15 日棉花的市场价格为 11 元/千克，但是老王必须将 1 吨棉花以 10 元/千克的价格出售给老李。于是老李从这份期货交易中获利 1 000 元，而老王亏损了 1 000 元。这是期货用于规避风险的最简单情形。

老张作为一个市场投资者，预计 9 月 15 日棉花价格会高于 10 元/千克，于是与老王同样签订了一份合同，规定在 9 月 15 日以 10 元/千克的价格交易 1 吨棉花。假设 9 月 15 日棉花的市场价格为 11 元/千克，此时老张用 10 000 元与老王交割 1 吨棉花，然后立即在市场上以 11 000 元卖出 1 吨棉花，从中获利 1 000 元。这就是风险偏好者利用期货进行套利。

二、股指期货及其特点

第一份股指期货合约——价值线综合平均指数期货合约于 1982 年 2 月 24 日在美国堪萨斯期货交易所诞生。其产生的主要背景是 1981 年美国利率大幅度上升和剧烈波动，使得美国股票市场受到严重打击，为了减轻股价大幅波动带来的投资风险，确保美国股票市场的稳定和持续发展，市场需要规避股价波动风险的金融工具。

作为期货的一种，股指期货是以某种股票指数为基础资产的标准化的期货合约，双方约定在未来的某个特定日期，可以按照事先确定的股价指数的大小，进行标的指数的买

卖，到期后通过现金结算差价来进行交割。

股指期货有以下三个显著特点。

1. 标准化合约

股指期货交易的实质是标准化合约。这份合约的最大特点就是合约的条款除了价格可以由买卖双方自由协商外，其余条款都是由交易所固定的，不能由买卖双方自由谈判。合约的价值由股票指数的点乘以一个固定的乘数来确定。比如沪深 300 股指期货的合约乘数为 300 元，投资者在 3 860 点购买了一份沪深 300 股指期货合约，两天后该份合约收盘价为 3 760 点，那么该投资者浮动盈亏为 300 元×(3 760－3 860)＝－30 000 元。

2. 保证金交易

股指期货的保证金就是一份合约的定金，投资者买卖股指期货合约并不需要缴纳合同价值的全部款项，只需按一定的比例（不同股指期货合约比例不同）缴纳定金作为履行合约的担保。这也决定了股指期货交易具有一定的杠杆性。

3. 现金交割

现金交割是股指期货与其他商品期货不同的地方。其他商品期货在规定日期用商品进行交割，而股指期货到期时完全采用现金结算，即按照交割结算价计算股指期货合同双方的盈亏，然后用现金来结算双方的盈亏。虽然股指期货的基础是股票指数，但交割不牵涉股票的流转。

比如股指期货市场上只有 A 和 B 两人，在 3 560 点时 B 从 A 处购得一份沪深 300 股指期货合约。此时 A 和 B 两人只要向期货公司缴纳 3 560×300 元×10％＝106 800 元的保证金就可以完成这笔交易。而这份合约价值 3 560×300 元＝1 068 000 元。到了结算日，交割结算点数为 3 570 点，按照最初期货的定义，此时 A 要履行合约以 3 570×300 元＝1 071 000元的价格从“市场”上买入一份股票指数，然后以 1 068 000 元的价格出售给 B，所以 A 最终亏损 1 071 000 元－1 068 000 元＝3 000 元，而 B 将这份股票指数在市场上卖出可以获利3 000元。股指期货完全采用现金交割的含义就是直接从 A 的账户扣除 3 000 元，而 B 的账户增加了 3 000 元，省去了上面的中间步骤。现实中股指期货市场的交易者很多，但是基本的原理与只有 A 和 B 的情形是相同的。

从上面的例子可以看出，A 在结算时亏损 3 000 元，106 800 元的保证金也保证了 A 不能违约，所以保证金份额的确定也要考虑股票指数的波动。对于 B，收益率$\alpha_1=\frac{3\ 000}{106\ 800}\times 100\%$，而股指期货合约的价值上涨率为$\alpha_2=\frac{3\ 000}{1\ 068\ 000}\times 100\%$，所以$\alpha_1=10\alpha_2$，相当于 10 倍的杠杆。

三、股指期货交易流程

（一）开户

由于只有中国金融期货交易所的会员（会员包括期货公司会员与非期货公司会员）才能直接进入中国金融期货交易所进行交易，因此普通客户在进行期货市场交易之前，必须

选择一个具备合法代理资格且获得金融期货经纪业务资格的期货公司会员，办理开户手续。先开通商品期货账号且有10笔商品期货交易记录，才可以申请开通股指期货，然后才能进行股指期货交易。

在选择好期货公司之后，一般要经过以下流程完成开户。

（1）签订期货交易风险说明书。

（2）签署期货经纪合同。

（3）获得客户交易代码。交易所的交易代码由会员号和客户号两部分组成，由12位数字构成，前4位为会员号，后8位为客户号。会员号代表选择的期货公司。一个客户在交易所内只能有一个客户号，但客户可以在多个期货公司开户，所获得的客户交易代码只是会员号不同，而客户号是相同的。

（4）缴纳保证金。客户在签订期货经纪合同之后，必须按照规定缴纳一定的保证金。期货公司应将客户缴纳的保证金存入期货经纪合同指定的客户账户中，而保证金仍属于客户，期货公司用其按有关规定为客户交存保证金和进行交易结算，不能用于其他。

（二）下单

投资者在完成以上开户步骤后，即可在交易所进行股指期货交易，进行委托下单。

（三）交易

与股指期货交易相关术语简单介绍如下。

（1）多头。认为股指期货合约的价格会在未来上涨，于是买进，在将来高价卖出，买进的部分称为多头。

（2）空头。认为股指期货合约的价格会在未来下跌，于是卖出，在将来低价买进，卖出的部分称为空头。

（3）开仓。股指期货交易中，无论买进还是卖出都需要新建头寸，凡是新建头寸都是开仓。

（4）持仓。交易者开仓之后就会持有头寸，称为持仓。

（5）平仓。平仓是根据开仓做出相反方向的操作。比如开仓是买进，平仓就是卖出。

下面根据《中国金融期货交易所交易细则》，列出以下股指期货交易的细则。

1. 交易指令

交易指令分为市价指令、限价指令及交易所规定的其他指令。

市价指令是指不限定价格的、按照当时市场上可执行的最优报价成交的指令。市价指令的未成交部分自动撤销。

限价指令是指按照限定价格或者更优价格成交的指令。限价指令在买入时，必须在其限价或者限价以下的价格成交；在卖出时，必须在其限价或者限价以上的价格成交。限价指令当日有效，未成交部分可以撤销。

2. 交易数量

合约交易指令每次下单数量最小为1手，每次最大下单数量由交易所另行规定。自

2017年4月5日起，沪深300、上证50和中证500股指期货各合约限价指令每次最大下单数量调整为20手，市价指令每次最大下单数量调整为10手。

3. 交易方式

股指期货竞价交易采用集合竞价、连续竞价及经中国证监会批准的其他方式。集合竞价是指对在规定时间内接受的买卖申报一次性集中撮合的竞价方式，连续竞价是指对买卖申报逐笔连续撮合的竞价方式。

集合竞价时间为每个交易日9:25—9:30，其中9:25—9:29为指令申报时间，9:29—9:30为指令撮合时间。

连续竞价时间为每个交易日9:30—11:30（第一节）和13:00—15:00（第二节）。

集合竞价期间不接受市价指令申报，集合竞价撮合时间不能撤单。开盘集合竞价中的未成交指令自动参与连续竞价交易。开盘价是经集合竞价产生的成交价格，集合竞价未产生成交价格的，以集合竞价后第一笔成交价为开盘价。

集合竞价采用最大成交量原则，即以此价格成交能够得到的最大成交量。高于集合竞价产生的价格的买入申报全部成交；低于集合竞价产生的价格的卖出申报全部成交；等于集合竞价产生的价格的买入或者卖出申报，根据买入申报量和卖出申报量的多少，按照少的一方的申报量成交。

期货连续竞价交易按照价格优先、时间优先的原则撮合成交。以涨跌停板价格申报的指令，按照平仓优先、时间优先的原则撮合成交。

4. 撮合原则

限价指令连续竞价交易时，交易所系统将买卖申报指令以价格优先、时间优先的原则进行排序，当买入价大于或等于卖出价时，自动撮合成交。撮合成交价等于买入价、卖出价和前一成交价三者中居中的一个价格，即

买入价≥卖出价≥前一成交价，最新成交价为卖出价；

买入价≥前一成交价≥卖出价，最新成交价为前一成交价；

前一成交价≥买入价≥卖出价，最新成交价为买入价。

集合竞价未产生成交价的，以上一交易日收盘价为前一成交价，按照上述方法确定第一笔成交价。

5. 保证金制度

交易保证金是指结算会员存入交易所专用结算账户中确保履约的资金，是已被合约占用的保证金。买卖成交后，交易所根据交易保证金标准和持仓合约价值向双方收取交易保证金。目前沪深300、上证50和中证500股指期货的最低交易保证金为合约价值的8%。

6. 结算制度

交易所实行当日无负债结算制度。当日收市后，交易所按照当日结算价对结算会员所有合约的盈亏、交易保证金及手续费、税金等费用进行清算，对应收应付的款项实行净额一次划转，相应增加或者减少结算准备金。

结算会员在交易所结算完成后，按照前款原则对客户、交易会员进行结算；交易会员按照前款原则对客户进行结算。

当日结算价即某一期货合约最后一小时成交价格按照成交量的加权平均价。最后一小时因系统故障等原因导致交易中断的，扣除中断时间后向前取满一小时视为最后一小时。

合约最后一小时无成交的，以前一小时成交价格按照成交量的加权平均价作为当日结算价；该时段仍无成交的，则再往前推一小时；依此类推。合约当日最后一笔成交距开盘时间不足一小时的，则取全天成交量的加权平均价作为当日结算价。

合约当日无成交的，当日结算价计算公式为

当日结算价＝该合约上一交易日结算价＋基准合约当日结算价－基准合约上一交易日结算价

其中，基准合约为当日有成交的离交割月最近的合约。基准合约为新上市合约的，取其挂盘基准价为上一交易日结算价。基准合约为当日交割合约的，取其交割结算价为基准合约当日结算价。根据上式计算出的当日结算价超出合约涨跌停板价格的，取涨跌停板价格作为当日结算价。

（四）交割

股指期货的交割方式是现金交割。交易所根据交割结算价，结算差价，划付持仓双方的盈亏。交割结算价为目标指数最后两小时所有指数点算术平均价，这就使得期货价格与现货价格在合约到期日趋向一致。

（五）沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货简介

目前我国开发的股指期货只有三种，分别为沪深 300 股指期货（IF）、上证 50 股指期货（IH）及中证 500 股指期货（IC），都是在中国金融期货交易所进行交易，合约月份都为当月、下月及随后两个季月。比如在 2017 年 5 月 10 日，沪深 300 股指期货有四个合约，分别为 IF1705、IF1706、IF1709 和 IF1712，代表交割期在 5 月、6 月、9 月和 12 月。

中国金融期货交易所股指期货合约见表 9－2。

表 9－2　中国金融期货交易所股指期货合约

合约乘数	沪深 300 股指期货每点 300 元，上证 50 股指期货每点 300 元，中证 500 股指期货每点 200 元
报价单位	指数点
最小变动价位	0.2 点
合约月份	当月、下月及随后两个季月
交易时间	9: 30—11: 30，13: 00—15: 00
每日价格最大波动限制	上一个交易日结算价的±10%
最低交易保证金	合约价值的 8%
最后交易日	合约到期月份的第 3 个星期五，遇国家法定节假日顺延

第三节　股指期货投资策略

一、股指期货套期保值策略

套期保值是从“Hedge”翻译而来的。Hedge原意为对冲，对冲的含义非常广泛，一般指通过对两种资产采取两种相反的操作方向以避免价格波动带来的风险。比如某人买进股票A，但担心股票A价格下跌，当股票B与股票A之间的价格关系为正相关时，此人同时卖出股票B的操作就可以称为对冲。如果股票A的价格在未来下跌，此人在股票A上遭受亏损，但同时股票B的价格也下跌，于是该人从卖出股票B中获益，两者能够相抵，使得该人不遭受亏损。如果股票A价格在未来上涨，该人从股票A中获利，但股票B价格也上升，该人从股票B中亏损，于是该人也没有获利，这就是对冲保值的含义。

套期保值是指以回避现货价格风险为目的的期货交易行为。交易者在现货市场买进或卖出一定量的现货品种的同时，在期货市场卖出或买进与现货品种相同、数量相同但方向相反的合约，从而使一个市场的盈利弥补另一个市场的亏损，以规避价格风险。

（一）套期保值基本原理

1. 同品种的期货价格与现货价格走势一致

无论是商品期货还是金融期货，同一品种的期货价格与现货价格走势是一致的，这是由该品种的市场环境决定的。对于股指期货而言，指数走势与股指期货价格走势是由指数范围内的股票行情决定的，所以两者走势具有一致性。

2. 随着期货合约交割日的临近，现货价格与期货价格趋向一致

股指期货使用现金交割的方式，交割结算价为目标指数最后两小时所有指数点算术平均价，这就使得期货价格与现货价格在合约到期日趋向一致。

（二）套期保值方向的选择

1. 买进套期保值

选择买进套期保值的主要目的是避免价格上涨带来的风险。比如某投资者想要利用未来得到的一笔资金投资股市，认为现在是最佳的建仓时机，但现在资金没有到账，此时该投资者可以买进相当数量的股指期货，即使未来股价上涨，该投资者能够用股指期货的收益弥补股价上涨所增加的建仓成本。

2. 卖出套期保值

选择卖出套期保值交易的主要目的是避免价格下跌的风险。除了前面谈到的买进股票，卖出期货以套期保值之外，还可以避免抛售股票时引起的价格冲击风险。比如某投资机构看空后市，则该机构首先要抛售手中的大量该股票，然后在价格大跌之后买进。其操作成本一方面是手续费，需要先卖出再买进；另一方面是市场冲击成本（即抛售大量股票

使得股价迅速下跌，会使该机构的平均成交价格低于预期价格），此时该机构可以选择卖出股指期货来应对价格冲击成本。

（三）套期保值的操作方法

首先在进行股指期货套期保值交易时，交易者所买卖的股票组合与股指期货的特定指数并不一致，称为交叉套期保值交易。但是股票组合与指数之间具有大致相同的趋势，我们用系数 β 描述股票组合与指数之间的关系，比如沪深 300 指数上涨 1%，股票组合总价值上涨 1.5%，沪深 300 指数下跌 1%，股票组合总价值也下跌 1.5%，那么该股票组合对沪深 300 指数的 β 为 1.5。β 来自历史数据的拟合结果。

另外，还要确定买进或卖出的股指期货合约的份数，这与合约乘数有关。总之，要保证股票的价格变动等于股指期货合约价值的变动。这样有如下等式。

$$合约张数\times合约乘数\times期货价格=股票组合价值\times\beta$$

$$合约张数=(股票组合价值\times\beta)/(合约乘数\times期货价格)$$

$$\beta=\sum(个股\beta_i\times个股比例)$$

表 9-3 是某份股票组合，下面来确定进行套期保值交易的股指期货合约数量。

表 9-3　某份股票组合

股票名称	中国平安	格力电器	美的集团
对沪深 300 指数的 β_i	4.1	3.7	1.4
市值/元	9 000 万	15 000 万	6 000 万
比例	30%	50%	20%

该股票组合的 $\beta=4.1\times30\%+3.7\times50\%+1.4\times20\%=3.36$，需买进股指期货合约的份数

$$n=(90\ 000\ 000+150\ 000\ 000+60\ 000\ 000)\times3.36/(300\times3\ 360)=1\ 000$$

在进行套期保值交易时，所选用的期货合约的交割月份最好与交易者将来在现货市场实际买进或卖出的时间相近或相同，选择的合约品种要根据套期交易时长确定。

（四）基差对套期保值的影响

股指期货中，基差＝现货指数－期货指数。由于现货指数与期货指数都在不断变动，因此基差并不是固定不变的。基差走强指的是基差的数值变大，而基差走弱指的是基差的数值变小。

当基差不变时，我们达到了上面论述的完美的套期保值效果。比如某日现货指数为 3 500，期货指数为 3 600，基差为－100。一个月后现货指数与期货指数分别变为 3 600 与 3 700，基差仍为－100。对于卖出套期保值者而言，在指数期货上亏损了 100，在现货指数上赚了 100，两者相抵；对于买进套期保值者而言，在指数期货上赚了 100，在现货指数上亏了 100，两者相抵。

但是当基差走强时，比如一个月后，现货指数与期货指数分别变为 3 650 与 3 700，基差变为－50。那么对于卖出套期保值者而言，在指数期货上亏损了 100，在现货指数上赚了 50，

总体亏损 50；对于买进套期保值者而言，在指数期货上赚了 100，在现货指数上亏了 50，总体赚了 50。所以基差走强有利于买进套期保值者，而基差走弱有利于卖出套期保值者。

二、股指期货套利交易策略

（一）股指期货合约的理论价格

所谓股指期货合约的理论价格，就是合约双方都能接受的价格，高于或低于这个价格都会引起一方的亏损。下面举例说明期货的理论价格。

假如 A 拥有一份流动性较好的资产，该份资产现在价值为 1 000 万元，B 想在三个月内购得该份资产，该份资产两个月的管理费用等保管成本为 1 万元，市场年利率为 6%，那么 A 和 B 该怎样确定两个月的期货合约价格呢？

对于 A，如果 A 将这份资产现在卖出，可立即获得 1 000 万元。如果同时将这 1 000 万元贷出，两个月可获得利息为 1 000 万元×1%＝10 万元，同时可省去 1 万元的管理费用，于是 A 签订这份合约的最低价格为 1 000 万元＋10 万元＋1 万元＝1 011 万元。

对于 B，如果定价高于 1 011 万元，B 完全可以贷款 1 000 万元，立刻获得该份资产，同时付出 10 万元利息及 1 万元管理费用，成本为 11 万元。所以 B 接受的最高价格为 1 011 万元。

于是，1 011 万元就是这份远期合约的合理价格。

同理，对于股指期货而言，需要考虑股票的持有成本，一方面是利息损失成本，即将资金用于股票投资而损失的利息收入；另一方面是股票分红红利，这是一项负成本，因为它是持有股票期间的收入。我们假设股指期货合约的交割时间为 T，$S(t)$ 为 t 时刻的现货价格，$F(t,T)$ 为交割时间为 T 的股指期货合约在时刻 t 的理论价格，r 为短期年利息率，d 为指数股息率，d＝(指数成分股派息总额/指数成分股总市值)×100%。同时暂不考虑交易费用、股指期货交易保证金。

持有期的利息为

$$持有期的利息 = S(t) \cdot r \cdot (T-t)/365$$

持有期的股息收入为

$$持有期的股息收入 = S(t) \cdot d \cdot (T-t)/365$$

期货理论定价为

$$\begin{aligned} F(t,T) &= S(t) + S(t) \cdot r \cdot (T-t)/365 - S(t) \cdot d \cdot (T-t)/365 \\ &= S(t)[1+(r-d)(T-t)/365] \end{aligned}$$

（二）期现套利交易

股指期货合约的交易价格等于理论价格的情况非常少，我们称实际交易价格高于理论价格的情况为期价高估，交易价格低于理论价格的情况为期价低估。与期价高估对应的策略为正向套利策略，与期价低估对应的策略为反向套利策略。

1. 期价高估

假设 2017 年 6 月的三个月之后交割的沪深 300 股指期货 IF1709 合约的价格点为 3 360 点，现货价格点为 3 300 点，年利率为 6%，指数股息率为 2%，利用以上公式可

以得到 IF1709 合约的理论价格点为 F=3 300 点×[1+(6%−2%)×0.25]=3 333 点。

此时交易者可采取如下套利策略。

（1）以 3 360 点的价位卖出一份 IF1709 合约，同时以 6%的年利率贷款 99 万元买进沪深 300 股指期货对应的一篮子股票进行复制指数。

（2）三个月后到交割期，同时在期货市场、现货市场进行平仓。此时交割会有三种情形：A——交割价高于成交价；B——交割价等于成交价；C——交割价低于成交价。从表 9-4可以看出，无论交割价格是高于成交价还是低于成交价，该交易者都能从整个交易过程中获利资金 18 000 元。

表 9-4 不同交割价格下的套利盈亏情况

情　　形	情形 A	情形 B	情形 C
交割价位/点	3 410	3 360	3 290
期货盈亏/元	−50×300=−15 000	0	70×300=21 000
现货盈亏/元	110×300=33 000	60×300=18 000	−10×300=−3 000
合计盈亏/元	−15 000+33 000=18 000	0+18 000=18 000	21 000−3 000=18 000

（3）还贷与股息：99 万元三个月的利息为 990 000 元×6%×0.25=14 850 元；持股期间的股息为 990 000 元×2%×0.25=4 950 元。

从以上过程中，我们可以得到这次套利的盈利为 18 000 元−14 850 元+4 950 元=8 100 元，建仓时 IF1709 合约的实际价格点为 3 360 点，理论价格点为 3 333 点，价差也为 300 元×(3 360−3 333)=8 100 元。

2. 期价低估

假设 2017 年 6 月的三个月之后交割的沪深 300 股指期货 IF1709 合约的价格点为 3 290 点，现货价格点为 3 300 点，年利率为 6%，指数股息率为 2%，理论期货价格点仍为 3 333 点。此时套利策略如下。

（1）以 3 290 点的价位在市场上买进 IF1709 合约，同时借入价值 99 万元的与沪深 300 股指期货对应的一篮子股票在市场上卖出得到金额 99 万元。

（2）将 99 万元以 6%的年利率贷出三个月。

（3）三个月后交割时同时在现货市场与期货市场平仓。在现货市场上买入相同数量的借入股票还给借出股票者，同时归还股息。

同理，获利金额为 300 元×（3 333−3 290)=12 900 元。

（三）无套利区间

下面我们考虑期现套利交易的交易成本。期现套利交易需要在期现两个市场上同时进行，在现货市场上要做出买和卖两次交易，在期货市场上也要经历买和卖两次交易，所以交易费用、市场冲击成本及借贷利率差等也是投资者要考虑的因素。借贷利率差是指银行的贷款利率会高于存款利率，上面公式中用的是市场平均利率，与实际贷出利率与存款利率之间存在差额。

我们假设所有交易成本的总和是 C，股指期货理论价格为P_t，实际价格为P_a，则无套利区间为$P_t - C \leqslant P_a \leqslant P_t + C$，简单理解就是只有当理论价格与实际价格（理论价格与实际价格均为股指期货点数×合约乘数）的差额足以弥补交易成本时，套利交易才能成功；而实际价格处于以上无套利区间时，套利交易不能成功。由此可以看出，有了无套利区间之后，套利交易更加符合实际。在实际操作中，无套利区间受到很多因素的影响，需要根据不同时机、股指期货品种等因素确定。

本章小结

股指期货投资是在期货的基础上发展起来的，在学习本章时，应该对期货有一定的认识，在理解期货的原理的基础上学习股指期货投资策略，认识股指期货的三个特点（标准化合约、保证金交易和现金交割）。在进行股指期货交易之前，务必掌握股指期货的交易规则，最重要的就是保证金制度，以避免实际操作中带来不必要的损失。在学习股指期货套期保值交易及风险套利交易的过程中，要联系实际问题进行分析。本章只介绍了两种交易的原理及基本操作方法，如果要真正地掌握股指期货的交易策略，读者还需进一步的学习。

问题与应用

1. 论述股指期货保证金比例与资产收益杠杆间的关系。
2. 我国现有的股指期货包括哪些？它们的合约乘数分别是什么？

第十章　股票期权

学习目标

1. 了解期权的概念、种类和交易方法。
2. 学会解读50ETF期权合约。
3. 在掌握50ETF期权的四种基础交易策略的基础上，了解一些期权策略组合。
4. 了解期权交易的潜在风险。

内容预览

1973年芝加哥期权交易所的成立，开启了期权交易的新纪元。之后各类期权品种不断涌现，期权交易开始活跃于西方各大证券交易市场，其发展也日趋成熟。时至今日，期权已因其特有的风险对冲、高杠杆、资产保值作用，成为各类投资者的重要投资选择。期权究竟是什么？它又是如何买卖的？在本章，我们将从期权的概念出发，初步探索期权的奥秘，了解这个重要金融衍生品的游戏规则，接下来对国内市场正在发行的唯一的股票期权——上证50ETF期权进行介绍。近年来，国内开放个股期权的呼声越来越大，而50ETF期权的上市便是一个铺垫。通过对50ETF期权规则的解读、实时数据的分析、期权交易策略的学习，相信读者会对期权买卖的实际操作有更加清楚的认识。本章最后介绍两则期权交易巨额亏损的案例，希望投资者以此为鉴，警惕风险，理性对待期权交易。

第一节　期权概述

一、期权基本概念

期权，又名选择权，是指买方向卖方支付一定费用（权利金）后获得的在未来某一特定日期或一段时间内向卖方按照约定的价格买入或卖出一定数量特定商品的权利。

某种意义上说，期权交易即权利的买卖。期权卖方通过出售期权而获得买方支付的权利金，同时肩负起在未来约定期限到来时，向期权买方按约定价格卖出或买入约定商品的义务。要注意的是，买方对获得的权利可以有行使和不行使两种选择，而卖方只能被动接受买方的选择。若买方选择到期行权，则卖方必须接受并按期权合约条款进行交易；若买方选择到期不行权，卖方不能单方面要求与买方交易。

下面举例说明：有一种商品现价为10元，买方A向卖方B支付100元后，获得了在一个月后以每件10元的价格买入100件这种商品的权利。一个月之后，若商品的价格上

涨至12元，高于约定买入价，A自然会选择行使权力，按照约定以每件10元的价格从B处买入100件商品，即使此时商品的市场价格已经上涨，因为之前的约定B也只能以每件10元的价格将100件商品卖给A。若一个月后商品价格不涨反跌，降至每件8元。A直接买入商品会比按约定价格向B买入每件便宜2元，故A不会行使权力以约定价每件10元向B买入商品，B方也不能强迫A行使买入权力，交易终止。在这里，A向B支付的100元即为期权的权利金，交易商品即为期权合约的标的物，A与B商定的到期买入商品价格（每件10元）即为行权价格（协定价格），一个月后即为行权日。

二、期权类别划分

（1）按期权持有人所拥有的权利不同，可将期权分为看涨期权（认购期权）和看跌期权（认沽期权）。拥有看涨期权的买方在选择行权时可向看涨期权卖方按约定的行权价格买入约定数目的标的物，即享有买入选择权。拥有看跌期权的买方在选择行权时可向看跌期权卖方按约定的行权价格卖出约定数目的标的物，即享有卖出选择权。

（2）按行权时间不同，可将期权主要分为美式期权和欧式期权。美式期权的行权时间是自买入期权起到期权到期日为止，在这期间的任意交易日期权持有人都可提出行权。欧式期权在规定的行权日（一般也是期权到期日）方能行权。

（3）按标的物不同，可将期权分为股票期权、指数期权、期货期权、外汇期权和利率期权等。股票期权是以股票为标的物来进行买卖的期权，期权买方向卖方支付一定权利金后，获得在行权日向卖方买入或卖出约定数量标的股票的权利。广义上的股票期权包括以单支股票为标的的个股期权及以跟踪股票指数的ETF为标的的ETF期权。指数期权是以股票指数作为标的物的期权，在行权日期权买方可按约定价格向期权卖方买入或卖出约定数量的股票指数合约（注意：由于指数非正常可交易商品，买卖双方仅以现金进行交割）。期货期权是以期货合约为标的物的期权，在行权日期权买方可按约定价格向期权卖方买入或卖出约定数量的期货。外汇期权是以外汇资产为标的物的期权，在行权日期权买方可按约定汇率向期权卖方买入或卖出约定数额的外币。外汇期权是一种有效的外汇保值、投机工具。利率期权通常以与利率挂钩的商品（如政府债券、企业债券等）为标的物，在行权日期权买方可按约定利率按一定期限借入或贷出一定数额的货币。

（4）按标的物现价与行权价格的价差正负性，可将期权分为实值期权（价内期权）、平值期权（平价期权）和虚值期权（价外期权）。

对看涨期权而言，标的物的市场价格高于协定价格即为实值期权，标的物的市场价格等于协定价格即为平值期权，标的物的市场价格低于协定价格即为虚值期权；而看跌期权正好相反。例如，现有标的股票市场价格为10元/股，若股票看涨期权合约的协定价格为8元/股则属于实值期权，协定价格为12元/股则属于虚值期权；若股票看跌期权合约的协定价格为8元/股则属于虚值期权，协定价格为12元/股则属于实值期权。

三、做市商制度

由定义可以知道，期权实质上是买卖双方就权利进行交易的结果，是权利的证券化。而买卖双方又是如何配对的呢？假如有投资者想买入一份看涨期权，是否要等到期权的卖

方出现才能进行交易呢？这样效率就太低了。实际上，期权的买卖是通过做市商来维系的。做市商通常由具有一定实力的机构担任，通过整合买卖双方的需求，进行适当价格调度后，向公众投资者提供双边报价，来保障期权的流动性。做市商可以从期权交易中赚取差价，但负有必须与符合交易条件的公众投资者进行买卖的义务，即期权投资者愿意买，则做市商必须卖；期权投资者愿意卖，则做市商必须买。目前上证 50ETF 期权采用的是竞争型做市商制度，即多方做市商同时提供期权合约的报价，依据价格优先、时间优先的竞价原则排序，与投资者进行交易。此外，还有垄断型做市商制度，即每只证券有且仅有一个做市商，典型代表是纽约证券交易所。

四、期权头寸

由于期权有看涨、看跌两类，因此可以划分出四种头寸，即看涨多头、看涨空头、看跌多头、看跌空头。

五、期权的买卖方式

期权买卖有买入开仓、买入平仓、卖出开仓、卖出平仓、备兑开仓、备兑平仓等类型。开仓，即在期权市场下单交易。投资者买入期权，称为买入开仓。投资者卖出期权，称为卖出开仓。平仓即投资者买入或卖出与所持期权仓位相反的期权合约。例如，权利仓持有者（期权买方）通过卖出同类型同数量期权合约来自行平仓，此时他既是期权交易中的权利方，也是义务方，两种性质相反的合约对冲，原来买入的期权合约便得到了结，这就是卖出平仓。买入平仓同理，只不过平仓者换成了义务仓持有人（期权卖方），平仓方式变为买入同类型同数量之前卖出的期权合约。备兑开仓是指投资者在拥有足量标的物的基础上，卖出相应数量的看涨期权合约。备兑平仓是指交易所由于一些特殊原因对期权合约的行权价格和行权单位进行调整，造成备兑开仓投资者备兑标的量不足，进而需要投资者补充备兑仓的情况。

六、期权的清算方式

从定义看，期权交易的结果有两种：一是在行权日期权买方选择行权，期权卖方履行义务，双方按约定进行买卖；二是买方不选择行权，约定的买卖不会进行。但在实际操作中，期权交易则更加灵活，买卖双方都可以选择自行平仓来提前终止期权合约。对于期权买方而言，在市场行情有利于他时提前平仓，可以规避未来行情反转带来的风险。并且对看涨期权买方来说，选择行权需要准备大量资金用于交收，相较而言平仓成本更小。对于期权卖方而言，在行情对其不利的情况下，提前平仓可以防止损失的进一步扩大。同买方一样，卖方提前平仓也可以降低资金成本及标的商品的交易成本。所以总地来说，自行平仓是大多数期权交易者更偏好的期权合约了结方式。

七、影响期权价格的因素

权利金即期权合约的价格。它是同类型期权合约中唯一的变量，也是期权价值的直接体

现。定价高的期权价值高，定价低的期权价值低。总地来说，期权价格由内在价值和时间价值共同决定，是标的物价格、行权价格、到期时间、波动率、无风险利率、股息六个变量的函数。

（一）内在价值

若期权持有者可以立即行权，其所得的收益即为期权的内在价值。看涨期权的计算方法为标的物价格减去期权的行权价格，看跌期权的计算方法为行权价格减去标的物价格。若差值为正，则属于实值期权；若差值为零，则属于平值期权；若差值为负，则属于虚值期权。需要指出的是，内在价值为负数，期权持有方自然会放弃行权，除保证金外不会再有进一步亏损，故这里的负数通常没有实际意义。

（二）时间价值

在合约到期日来临之前，由于标的物价格变动的不可确定性给期权买方带来潜在收益的这部分价值即为期权的时间价值。距到期时间越长，因期权价格变动使期权增值从而使买方获利的概率越大，卖方亏损的可能性也会相应增大。所以距到期时间越长的期权的时间价值越大，即买方愿意出更高的价格买入到期日更长的期权。影响期权时间价值的因素有以下几点。

1. 期权到期时间

一般来说，期权到期剩余时间越长，时间价值越高；随着到期日的临近，时间价值的蒸发会越来越快，直至到期日时间价值归零。

2. 标的物价格的波动率

标的物价格的波动率即一段时间内标的物价格的标准差。标的物价格波动率越高，期权升值的概率越大，期权买方实现盈利的概率越大，长期持有的价值越高，故波动率与时间价值正相关。波动率分为历史波动率和隐含波动率。前者使用过去的标的物价格变化数据计算得出，如期权行情软件常用的 60 天的历史波动率，就是最近 60 个交易日标的股票收盘价的标准差；后者是将期权的市场价格带入期权理论价格计算模型（Black - Scholes 期权定价模型）反推出来的数值。对两者进行分析比较，有助于投资者判断期权价格是否属于合理区间，从而指导交易。

3. 市场无风险利率

市场无风险利率通过影响直接投资标的物的成本间接影响期权的时间价值。无风险利率增大，则直接投资标的物所需成本增加。

4. 预期股利

由于期权持有人无法享受股息红利，若标的股票价格因为公司派息送股而降低，是否也会对期权价格产生影响呢？确实存在这种可能，但一般遇到这种情况，交易所都会对期权价格做相应调整，以适应股价的变化，因而其实际影响不大。

（三）期权定价模型

正是时间跨度带来的不可测性导致了期权定价的复杂化。期权定价方法很多，对于欧

式期权，常用 Black - Scholes 期权定价模型；对于美式期权，常用二项式期权定价模型。相关模型计算器网上均有提供，这里不做叙述，感兴趣的读者可以自行了解。

八、衡量期权的风险指标

（1）在对期权价格影响因素进行定性分析的基础上，假设其他变量不变，量化单一因素对期权价格的影响，就得出了五个衡量期权风险的重要指标。

① Delta 值（对冲值）。期权价格变化对标的物价格变化的敏感程度。Delta＝期权价格变化量/标的物价格变化量。例如，某认购期权 Delta＝0.99，标的物价格每增加 1 分，期权价格增加 0.99 分。

② Gamma 值。Delta 值对标的物价格变化的敏感程度（期权价格对标的物价格的二阶偏导）。Gamma＝Delta/标的物价格。例如，Gamma＝0.04，表示标的物价格每增加 1 分，Delta 变化 0.04/100＝0.0004。

③ Vega 值。期权价格变化对标的物价格波动率变化的敏感程度。Vega＝期权价格变化量/标的物价格波动率的变化量。例如，Vega＝0.01，表示隐含标的物价格波动率每增加 1%，期权价格增加 0.01 分。

④ Theta 值。期权价格变化对时间变化的敏感程度。Theta＝期权价格变化量/到期时间变化量。对于期权部位来说，期权多头的 Theta 为负值，空头为正值。负的 Theta 表示期权价值随时间流逝每天都会有减少。

⑤ Rho 值。期权价格变化对无风险利率变化的敏感程度。Rho＝期权价格变化量/无风险利率变化量。例如，Rho＝0.82，表示无风险利率每增加 1%，期权价格增加 0.82 分。

注：由于上述指标反应的是微小变化量，因此举例取分、天、百分比度量。如上证 50ETF 期权都是以一张合约 1 万份期权计，因此实际交易价数值不会太小。

（2）对于同类型看涨期权、看跌期权，有以下关系特征。

① 看涨期权、看跌期权的 Delta 值相减为 1。

② 看涨期权、看跌期权的 Vega 值和 Gamma 值相同。

③ 看涨期权、看跌期权的 Theta 值和 Rho 值不存在简单的算术关系。

（3）持仓组合的指标具有可加性，同一品种期权的指标之和×该品种持仓数＝持仓组合值。所谓 Delta 对冲、Gamma 对冲，就是指投资者维持组合的 Delta 值或 Gamma 值为零，以求抑制股价波动对其期权组合造成的影响。

第二节　上证 50ETF 期权入门

一、背景介绍

近年来，我国资本市场在国家的大力支持下得到了迅速发展，市值规模已经跃居全球第二，但产品结构单一问题仍较突出。在这一背景下，2015 年 2 月 9 日，我国首个场内期权产品——上证 50ETF 期权在上海证券交易所正式上市交易，标志着我国资本市场期权时代的来临。该期权以上证 50ETF 为标的物，有看涨、看跌两种类型，4 个到期月份，5

个行权价格，合计40个合约。

上证50ETF期权的出现给投资者更多的选择，其具有针对性的单边风险对冲功能、套期保值作用、高杠杆性等持续吸引着各类投资者的关注。对整个金融市场而言，引入股票期权有助于完善资本市场风险管理体系、促进金融产品创新、改善交易者结构。

业界普遍认为，上证50ETF期权的推出是在为个股期权的上市做准备。与其他场外衍生品相比，股票期权具有灵活的T＋0机制，可以极大地加速市场流动。未来随着个股期权的推出、标的的拓宽，A股的做空机制将得到进一步完善，使估值趋于合理。作为金融衍生品市场中至关重要的一环，可以预见，期权将对我国的资本市场的发展产生极大影响。

然而期权的高风险性也是不容忽视的。上证50ETF期权的推出是我国资本市场的一次重大尝试，因而从计划到发行步步谨慎。上海证券交易所不仅为其定下了严格的市场准入制度，还对期权交易者实行分级管理和交易限额，创建了可有效抑制炒作的非对称涨跌停板制度、限购制度、熔断机制等新制度，体现其树立良好期权市场交易秩序的决心。此外，期权多样化的交易策略也是一道天然滤网，在吸引专业投资者深度介入的同时，将更多外行人士拦在场外，为构建高效而理性的期权市场提供保障。

二、期权市场准入条件

根据有关规定，期权市场准入条件见表10－1。

表10－1　期权市场准入条件

投资者	进入期权市场的条件
个人	（1）申请开户时托管在其委托的期权经营机构的证券市值与资金账户可用余额（不含通过融资融券交易融入的证券和资金），合计不低于50万元人民币； （2）指定交易在证券公司6个月以上并具备融资融券业务参与资格或者金融期货交易经历，或者在期货公司开户6个月以上并具有金融期货交易经历； （3）具备期权基础知识，通过上海证券交易所认可的相关测试； （4）具有上海证券交易所认可的期权模拟交易经历； （5）个人投资者参与期权交易，应当通过期权经营机构组织的期权投资者适当性综合评估
机构	（1）申请开户时托管在其委托的期权经营机构的证券市值与资金账户可用余额（不含通过融资融券交易融入的证券和资金），合计不低于100万元人民币； （2）净资产不低于100万元人民币； （3）相关业务人员具备期权基础知识，通过上海证券交易所认可的相关测试； （4）相关业务人员具有上海证券交易所认可的期权模拟交易经历

三、个人投资者的分级管理

上海证券交易所投资者期权知识测试共分三级，每一级考试的通过者对应不同的交易权限。个人投资者的分级权限如下。

一级交易权限：在持有期权合约标的时，可进行相应数量的备兑开仓和看跌期权买入开仓；对所持有合约进行平仓或行权。

二级交易权限：在一级的基础上可以买入开仓。

三级交易权限：在二级的基础上可以用保证金进行卖出开仓。

从上述可以看出，在目前阶段，上证50ETF期权对个人投资者而言并不是一个可以随便进入的市场，它对成本和专业性的要求都比较高。只有三级考试都通过的人，才能在无保护的状态下卖出开仓。而一级交易权限下，投资者只有在备有50ETF的情况下，才能卖出相应数目的看涨期权合约，这是对期权卖方面临的无限风险的一种强制性防范措施。“如果说衍生品是金融产品中的皇冠，那么期权以其复杂性和策略多变性当之无愧成为这顶皇冠上的明珠。”有人这样比喻期权。因此上海证券交易所为维持期权市场初期的稳定而采用严格的准入制度也不难理解了。

四、数据实况

表10-2为摘录的一则上证50ETF期权的实时数据（来自鼎财论坛），下面进行解读。

表10-2 上证50ETF期权的实时数据

代码	10000870
名称	50ETF购5月2300
最新价/元	0.0522
昨收价/元	0.0501
涨跌额/元	0.0021
涨跌幅（%）	4.19
行权价格/元	2.300
剩余日	4
现货价/元	2.355
溢价/元	−0.0028
溢价率（%）	−0.12
杠杆倍数	44.06

（1）代码：用于识别和记录期权合约。上证50ETF期权合约编码由8位数字构成，从10000001起按顺序对挂牌合约进行编排。

（2）名称：“50ETF”表示标的证券代码，“购”表示认购期权，“5月”表示合约到期月份，“2300”表示合约行权价格为2.3元。

（3）涨跌额＝最新价－昨收价。

（4）涨跌幅＝涨跌额/昨收价。

（5）剩余日：当日距期权到期日剩余天数（4天）。

（6）现货价为50ETF实时市场价格。

（7）溢价＝最新价－(现货价－行权价格)。

(8) 溢价率=溢价/现货价。

(9) 杠杆倍数=现货价/(最新价×Delta)。

五、自动对冲机制

上证50ETF期权允许投资者同时持有同一期权合约的权利仓和义务仓，但这只是暂时的。每个交易日收盘后，交易系统会自动对双向仓进行对冲，之后投资者又会变成单向仓持仓状态，即只持有同一期权合约的权利仓或义务仓。

六、期权合约解读

期权合约是由交易所统一制定的、规定期权购买者在未来特定时间或时间段内可以行使某种权利的标准化合约。因为期权交易的规范化是通过期权合约来是实现的，所以读懂期权合约是投资者进入期权市场要做的基本准备之一。下面就上海证券交易所给出的上证50ETF期权合约基本条款（表10-3）进行解读。

表10-3 上证50ETF期权合约基本条款

合约标的	上证50交易型开放式指数证券投资基金（“50ETF”）
合约类型	认购期权和认沽期权
合约单位	10 000份
合约到期月份	当月、下月及随后两个季月
行权价格	5个（1个平值合约、2个虚值合约、2个实值合约）
行权价格间距	3元或以下为0.05元，3元至5元（含）为0.1元，5元至10元（含）为0.25元，10元至20元（含）为0.5元，20元至50元（含）为1元，50元至100元（含）为2.5元，100元以上为5元
行权方式	到期日行权（欧式期权）
交割方式	实物交割（业务规则另有规定的除外）
到期日	到期月份的第四个星期三（遇法定节假日顺延）
行权日	同合约到期日，行权指令提交时间为9:15—9:25，9:30—11:30，13:00—15:30
交收日	行权日次一交易日
交易时间	9:15—9:25，9:30—11:30（9:15—9:25为开盘集合竞价时间）；13:00—15:00（14:57—15:00为收盘集合竞价时间）
委托类型	普通限价委托、市价剩余转限价委托、市价剩余撤销委托、全额即时限价委托、全额即时市价委托及业务规则规定的其他委托类型
买卖类型	买入开仓、买入平仓、卖出开仓、卖出平仓、备兑开仓、备兑平仓及业务规则规定的其他买卖类型
最小报价单位	0.0001元
申报单位	1张或其整数倍

续表

涨跌幅限制	认购期权最大涨幅＝max{合约标的前收盘价×0.5%，min [（2×合约标的前收盘价－行权价格），合约标的前收盘价]×10%} 认购期权最大跌幅＝合约标的前收盘价×10% 认沽期权最大涨幅＝max{行权价格×0.5%，min [（2×行权价格－合约标的前收盘价），合约标的前收盘价]×10%} 认沽期权最大跌幅＝合约标的前收盘价×10%
熔断机制	连续竞价期间，期权合约盘中交易价格较最近参考价格涨跌幅度达到或者超过50%且价格涨跌绝对值达到或者超过5个最小报价单位时，期权合约进入3分钟的集合竞价交易阶段
开仓保证金最低标准	认购期权义务仓开仓保证金＝[合约前结算价＋max（12%×合约标的前收盘价－认购期权虚值，7%×合约标的前收盘价）]×合约单位 认沽期权义务仓开仓保证金＝min[合约前结算价＋max（12%×合约标的前收盘价－认沽期权虚值，7%×行权价格），行权价格]×合约单位
维持保证金最低标准	认购期权义务仓维持保证金＝[合约结算价＋max（12%×合约标的收盘价－认购期权虚值，7%×合约标的收盘价）]×合约单位 认沽期权义务仓维持保证金＝min[合约结算价＋max（12%×合标的收盘价－认沽期权虚值，7%×行权价格），行权价格]×合约单位

（1）合约类型：分为认购期权和认沽期权两类。

（2）合约单位：一张期权合约对应的标的资产的数量。这里指10 000份50ETF份额。

（3）合约到期月份：合约即将到期失效的月份，这里有当月、下月及随后两个季月可供选择。

（4）行权价格：合约规定期权买方行权时可向卖方买入或卖出标的物的价格。这里指以50ETF为标的物的期权合约允许设立5个行权价格。对50ETF认购期权来说，平值表示50ETF行权价格等于市场价格，虚值表示50ETF行权价格高于市场价格，实值表示50ETF行权价格低于市场价格；认沽期权情况相反。

（5）行权价格间距：同标的物的期权合约相邻行权价格的差值。这里根据50ETF的收盘价分区间设置。如50ETF收盘价为3元或以下，行权价格间距为0.05元，以此类推。

（6）行权方式：这里是到期日方可行权，故属于欧式期权。

（7）交割方式：期权交割分实物交割和现金交割。这里的实物交割指以50ETF交割。

（8）到期日：期权合约有效期截止的日期，也是期权权利方可以行使权力的最后日期，在这天之后，期权失效。

（9）行权日：欧式期权买方可以行权的日期，这里与期权到期日是同一天。

（10）交收日：买卖双方按合约交付标的物的日期。

（11）交易时间：可进行期权交易的时间，同股市。

（12）委托类型：投资者委托证券公司交易期权时对成交价格的要求体现。

（13）买卖类型：投资者可选择的期权买卖方式。

（14）最小报价单位：买卖双方就期权价格的最小报价额。任何报价都应该是其整数倍。

（15）申报单位：张。期权合约的交易单位。买入期权合约的张数乘以合约单位10 000份即为买卖双方约定的上证 50ETF 期权交易份额。

（16）涨跌幅限制：为防止期权价格出现暴涨、暴跌带来的市场震荡，交易所强制规定当日期权价格的可允许的波动区间。超过涨跌幅限制的价格委托均被视为无效委托。

（17）熔断机制：当期权的交易价格波动幅度达到规定熔断点时，交易所强制暂停自由交易，并进行集合竞价的期权市场调控机制。熔断机制给了做市商缓冲的时间，通过集合竞价时段对期权报价的调整，使行情回归合理价位，缓解因期权交易价格异常波动造成的市场混乱。

（18）开仓保证金：期权卖方卖出开仓所必须缴纳的确保其有实力履行卖方义务的钱。

（19）维持保证金：因为期权价格会随时间推移发生变动，所以期权卖方必须缴纳保证金的数目也会相应调整，若保证金账户余额达不到维持保证金的最低标准，卖方需要进一步投入保证金，否则将会有被强行平仓的风险。

第三节 上证 50ETF 期权交易策略

一、基础策略

期权的交易策略有很多，最基本的有四种：买入看涨期权、买入看跌期权、卖出看涨期权、卖出看跌期权。下面以上证 50EFT 期权为例进行说明。

情形 A：现有投资者甲，预期未来一段时间后，50ETF 的市场价格会上涨，此时，他有两种方式可以从中获利。

（1）甲买入看涨期权，以支付一定权利金为代价，获得在未来一段时间后按约定价格向期权卖方买入约定数量 50ETF 的权利。如果行权日 50ETF 市场价格确实上涨且超过协定价格，则甲选择行权，向卖方低价买入 50ETF，获得差价收益。图 10－1 为该策略的损益图（损益图可以帮助投资者更加清晰、直观地认识策略的可行域，从而指导投资。建议期权初学者学会画图分析。损益图横坐标代表 50ETF 的市场价格，纵坐标代表期权投资者的盈亏情况）。从图中可以看出，市场价格低于某一值时，看涨期权的买方亏损额是不变的，即为所付出的权利金。随着市场价格的提高，亏损逐渐减小。曲线与横坐标轴的交点为盈亏平衡点，该点的市场价格等于期权的协定价格加期权费，此时交易者不赚不亏；越过该点，交易者即可实现盈利，并且市场价格越高，收益越大，没有上限。

（2）甲卖出看跌期权，获得期权买方支付的权利金，同时负有在未来一段时间后按约定价格向期权买方出售约定数量 50ETF 的义务。如果行权日 50ETF 市场价格确实上涨且超过协定价格，则期权买方必然放弃行权，甲获得的总收益为权利金总额。即使行权日 50ETF 市场价格低于协定价格，期权买方也选择行权，但只要协定价格与市场价格的差值小于合约中约定交易单位 50ETF 所需权利金，甲就能获益。图 10－2 为该策略的损益

图。从图中可以看出，50ETF 市场价格低于盈亏平衡点的价格（等于协定价格与权利金差值）时，甲是亏损的，随着市场价格的降低，亏损加剧，市场价格为零时的亏损额为甲的理论最大亏损额。市场价格高于盈亏平衡点价格时，甲盈利；并且随着市场价格的上升，盈利值先增加后趋于定值，即投资者存在收益上限。

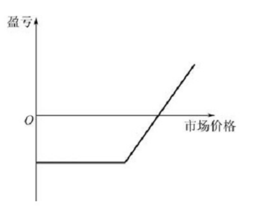


图 10-1　买入看涨期权策略的损益图

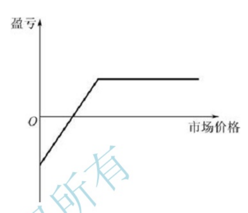


图 10-2　卖出看跌期权策略的损益图

情形 B：现有投资者乙，预期未来一段时间后，50ETF 的市场价格会下跌，此时，乙有两种方式可以从中获利。

（1）乙买入看跌期权，以支付一定权利金为代价，获得在未来一段时间后按约定价格向期权卖方卖出约定数量 50ETF 的权利。如果在行权日到来时 50ETF 市场价格确实下跌且低于协定价格，则乙选择行权，向卖方高价卖出 50ETF，获得差价收益。该策略的损益图如图 10-3 所示。

（2）乙卖出看涨期权，获得期权买方支付的权利金，同时负有在未来一段时间后按约定价格向期权买方出售约定数量 50ETF 的义务。如果行权日 50ETF 市场价格下跌且低于协定价格，则期权买方必然放弃行权，乙获得的总收益即权利金总额。即使行权日 50ETF 市场价格高于协定价格，期权买方也选择行权，但只要市场价格与协定价格的差值小于合约中约定交易单位 50ETF 所需权利金，乙就能获益。该策略的损益图如图 10-4 所示。

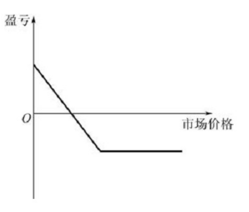


图 10-3　买入看跌期权策略的损益图

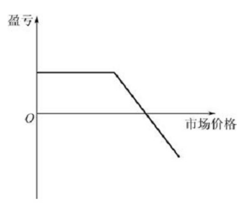


图 10-4　卖出看涨期权策略的损益图

以上四种基础交易策略适用于一般看涨或看跌行情。但对一些特殊行情如 50ETF 市场价格波动较小时，不能奏效。不过不用担心，期权交易是非常灵活的，对于预期的各种市场变化，都可以有不同的应对方式来达到收益最大化。接下来简单介绍的几种进阶交易

策略，可在预期一些特殊市场行情到来前使用，若预测与市场走势无误，会有不错的投资效果。

二、大幅涨跌行情——合成期货策略

由上面情景 A 和情景 B 的期权操作损益图可以看出，看涨期权头寸和看跌期权头寸有类似的盈亏区间。根据这一头寸相等性质，将不同期权头寸加以组合，可以实现期货的投资效果，故称合成期货。当投资者预期未来 50ETF 市场行情将大幅波动时，可以通过合成期货策略，实现高收益。对未来市场行情大幅看涨对应合成期货多头策略，未来市场行情大幅看跌对应合成期货空头策略，具体操作如下。

（1）合成期货多头。以平价买入一定数量 50ETF 看涨期权的同时，等价等量出售合约条款相同的看跌期权。该策略的损益图如图 10－5 所示。图中虚线代表单独卖出看跌期权和买入看涨期权的盈亏情况，实线代表合成期货多头的盈亏情况。可以看见，合成期货多头的盈亏与市场价格呈同方向变动，以盈亏平衡点价格为基准，市场价格上升时收益持续增加，市场价格下降时损失不断扩大。

（2）合成期货空头。以平价买入一定数量 50ETF 看跌期权的同时，等价等量出售合约条款相同的看涨期权。该策略的损益图如图 10－6 所示。

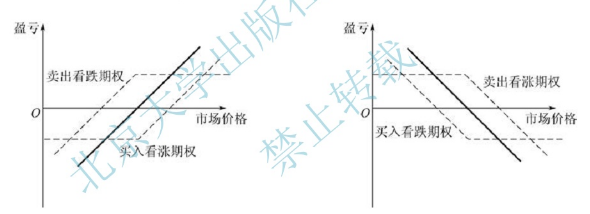


图 10－5　合成期货多头策略的损益图

图 10－6　合成期货空头策略的损益图

三、温和涨跌行情——牛市、熊市价格价差交易策略

价格价差交易：投资者买进一份看涨（看跌）期权的同时，卖出一份看涨（看跌）期权，这两份期权合约除行权价格外其他条款都相同。当投资者预测 50ETF 上涨幅度有限或股价回涨只是跌势反弹时，适用价格价差交易策略。通过缩小投资者的盈利价格区间，限制部分潜在收益，达到降低风险的目的。

根据交易者对 50ETF 市场行情的看涨、看跌预测不同，可以将价格价差交易策略分为牛市价格价差交易策略和熊市价格价差交易策略。这里针对看涨期权的交易策略进行分析，看跌期权可以类推。

（1）当投资者对市场行情温和看涨时，适用牛市价格价差交易策略，即投资者同时买入一个有较低行权价格的 50ETF 看涨期权和卖出一个有较高行权价格的 50ETF 看涨期权。图 10－7 为该策略的损益图。从图中可以看出，与单独买入看涨期权相比，牛市价格

价差交易策略在牺牲50ETF价格大幅上涨带来的潜在收益的同时，锁定了市场下行时的风险。由于得到了卖出有较高行权价格的看涨期权的权利金，投资者的初始投入成本更低，理论亏损极限也更低，并且进一步拓宽了盈利价格区间，是比较务实求稳的选择。

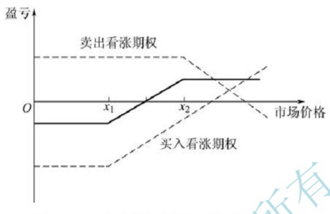


图 10－7　牛市价格价差交易策略的损益图

（2）当投资者对市场行情温和看跌时，适用熊市价格价差交易策略，即投资者同时买入一个有较高行权价格的50ETF看涨期权和卖出一个有较低行权价格的50ETF看涨期权。图10－8为该策略的损益图。从图中可以看出，与单独卖出看涨期权相比，熊市价格价差交易策略的获利价格区间更小。初始时卖出期权所得权利金收益也因同时买入期权的支付而减少。作为牺牲部分收益的补偿，投资者规避了50ETF市场上行带来巨额亏损的风险，把损失控制在一定范围。

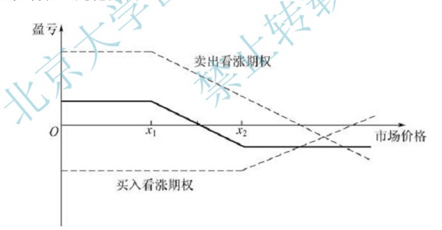


图 10－8　熊市价格价差交易策略的损益图

比较以上两种策略，可以看出价格价差交易普遍具有低风险低利润的特点。投资者面对的风险不大，对应预期利润上限也不多，故适合涨跌幅较低的50ETF市场。

四、盘整行情——卖出跨式期权策略与买入蝶式期权策略

当标的市场在一定时间内呈现价格波动幅度较小，无明显上涨和下跌趋势，难以把握涨跌方向的特征时，称其为盘整行情。对于预测为盘整行情的50ETF市场，有以下两种较优策略。

（1）卖出跨式期权（顶部跨式期权）策略：投资者同时卖出具有相同行权价格和合约

到期日的50ETF看涨期权和50ETF看跌期权。此时投资者的最大盈利为卖出期权得到的总权利金。图10－9为该策略的损益图。从图中可以看出，与之前介绍的策略不同的是，该图有两个盈亏平衡点。高平衡点的50ETF市场价格等于协定价格加总权利金，低平衡点的50ETF市场价格等于协定价格减总权利金。在这两点之间的市场价格都可以给投资者带来盈利。当市场价格与协定价格相等时，投资者获得最大收益，即卖出两份期权所得总权利金。然而若市场价格在任何方向有大的变动，投资者都会面临大额亏损，故该策略风险较高。

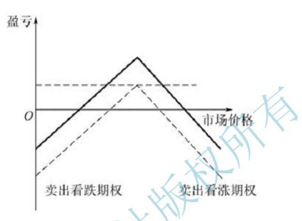


图10－9　卖出跨式期权策略的损益图

（2）买入蝶式期权策略：投资者卖出两份平价的50ETF看涨期权（中间行权价格），同时分别买入一份50ETF价外看涨期权（较高行权价格）和一份50ETF价内看涨期权（较低行权价格）。若到期时50ETF市场价格在中间行权价格附近，则投资者获利。图10－10为该策略的损益图。

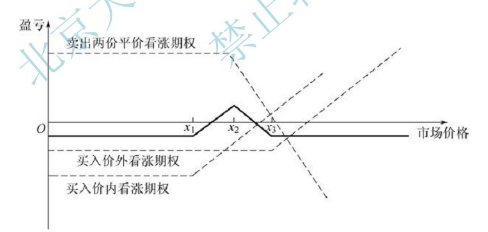


图10－10　买入蝶式期权策略的损益图

与卖出跨式期权策略不同，执行买入蝶式期权策略需要少量初始投资，但也平抑了50ETF市场价格的大幅波动带来损失的风险。当市场价格在x_2附近时，投资者可以获得正收益。当市场价格等于行权价格时，投资者有最大收益。当市场价格高于x_3或低于x_1时，投资者的损失都是固定的，即损失有限。故该策略对那些认为50ETF市场价格一定时期内不可能发生较大波动的投资者来说，是很好的选择。

五、突破行情——买入跨式期权（底部跨式期权）策略

与盘整行情相反，当投资者预期 50ETF 市场价格在未来某段时间会大幅波动时，可以选择买入跨式期权策略，即投资者同时买入具有相同行权价格和合约到期日的 50ETF 看涨期权和 50ETF 看跌期权。图 10－11 为该策略的损益图。从图中可以看出，该策略执行者与卖出跨式期权的投资者的损益情况是正好相反的。只有当 50ETF 市场价格大幅波动超过高平衡点或跌过低平衡点时投资者方可获利。这里体现了期权交易的零和博弈特征，即期权买方与卖方一方盈利的同时必有一方亏损。期权交易的实质是资产的转移。

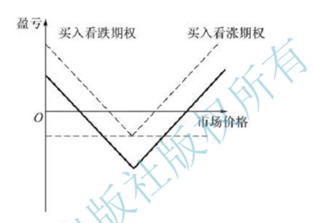


图 10－11　买入跨式期权策略的损益图

值得注意的是，以上几种交易策略都涉及多个期权的买卖，这时候期权的交易成本便不容忽视了，在计算盈亏时，也要计算各交易成本和其他一些费用，才能对策略是否适用进行最终判断。实际上，在如今交易成本普遍偏高的 50ETF 期权市场，手续费是影响决策的重要因素之一。

六、期权的平价公式

假设标的证券在期权存续期间没有收益，看涨期权与看跌期权平价关系即看涨期权价格与行权价格的现值之和等于看跌期权的价格加上标的证券现价，公式为

$$C+K\mathrm{e}^{-rT}=P+S$$

其中，C 为看涨期权价格；K 为行权价格；e 为自然常数，为利率；T 为时间；e^{-rT} 为连续复利的折现系数；P 为看跌期权的价格；S 为标的证券的价格。

基于无套利原则，当标的资产可以自由买进卖出时，等式左右两边的价值是相等的。若不然，在期权到期日之前的任意时刻，只要左右两种投资组合存在价差，套利者就可以买空其中更便宜的投资组合，卖空较贵的投资组合，所有资产和负债相抵消，实际上总的投资组合价值为零，通过买入卖出的价差即可获得无风险利润。

七、新手误区与建议

（1）不少人把期权看作一种投机的工具，这样的理解比较片面，投机性远不是期权的特殊价值所在。从境外的诸多实践来看，期权被更多用于保险和增强收益。

（2）期货市场一直以高频交易为主流，而期权又与期货存在一定相似性，期权是否也适合高频交易呢？不尽然。由于期权合约众多而流动性差，如行权价格、到期月份、波动率等价格影响因素众多，高频交易又带来较大的交易成本，因此高频交易在期权市场并不活跃。从50ETF期权的交易情况来看，包括高频交易在内的程序化交易量低于总量的10%。

（3）对于初入期权市场的交易者，一般建议从简单的交易策略开始实践，待熟悉期权市场后，再尝试较复杂的策略组合。什么交易策略适合入门呢？很多新手喜欢奔着低权利金去买入虚值看涨期权。其初衷不难理解，期权买方理论上有无限的获利空间而期权卖方则风险难测，而且虚值期权（特别是深虚值期权）往往权利金更低，更符合投资者低买高卖的交易理念。然而这类期权大幅上涨的概率可以说是极低的，期权定价时就已经考虑到隐含波动率等因素的影响，买入价格低意味着预期期权买方盈利的可能性低。这样的高杠杆交易对新手来说并非一个明智的选择。

（4）备兑看涨开仓对于手上有股票的投资者来说，不失为一块好的入市敲门砖。通过备兑标的股票，可以消除期权卖方理论上的无限风险。卖出期权，可以获得一定保证金收益，即使之后股价下跌，投资者也弥补了部分损失。即使股价大幅上涨失去了很多潜在收益，因为有备兑股票，也不会造成巨额亏损。当价格跌幅在一定范围时，这个策略对现货头寸持有者起到了很好的保护作用。

第四节 期权的风险

一、常见风险

显然，期权是期货的一种延伸。然而与期货的持有人在合约到期时必须买入或卖出标的物不同，期权的买方只有权利而不承担义务，所以买方最多的损失不过是保证金而已，风险较买卖期货而言更小。对于期权卖方而言，虽然存在无限亏损的可能性，但只要有提前平仓止损的意识，也不会太被动。因而了解期权交易中存在的风险，防患于未然是很重要的。对期权交易者来说，必须警惕以下几种风险。

（1）价格波动风险：标的物价格上下波动引起期权价格的大幅波动产生的风险。

（2）高溢价风险：期权价格大幅高于合理价格产生的风险。

（3）价值归零风险：虚值期权接近合约到期日时期权价值逐渐归零的风险。

（4）保证金风险：基于期权卖方随时可能被要求提高保证金数额的情况，当保证金低于维持保证金最低标准时，期权卖方有被强行平仓的风险。

（5）流动性风险：由于期权合约流动性不足造成期权投资者无法及时平仓止损，从而损失扩大化的风险。

（6）期权合约到期失效风险：如果期权买方未在规定时限内行权，期权将会因为到期自动失效。

二、经典案例

期权高杠杆的属性固然令人着迷，但风险往往与机遇并存，看似光明的财富道路也可

能布满陷阱，以下两个案例便是很好的说明，希望以此警示投资者，保持正确的投资心态，不可贪功冒进。

（一）中航油（新加坡）事件

2003年底至2004年，由于对石油价格走势判断失误，中航油（新加坡）公司期权投资失败面临巨额亏损。基于急切渴望弥补损失的心理，公司总裁陈久霖于2004年1月采用挪盘的方式（即买回期权以关闭原先盘位，同时出售期限更长、交易量更大的新期权，这是一种风险系数极高的策略。对于不想被强行平仓，又没有大量现金供补缴保证金的中航油来说，通过挪盘可以延长交割期，所得期权费也会相应增加，从而获得更多现金以继续支撑仓位）想要绝处逢生，结果因为油价持续上涨，反而面临更大亏损。在这之后，陈久霖又先后进行了两次挪盘，均以失败告终。就这样，一场寻常的投资失败事件发酵成为关乎公司存亡的危机，中航油（新加坡）公司最终以实亏5.5亿美元（公司净资产仅1.45亿美元）完败出局。可见，以赌博的方式使用期权工具，发生亏损而没有及时斩仓的意识，是很危险的。

（二）深南电与高盛期权对赌

2008年3月12日，深圳南山热电股份有限公司（简称深南电）与美国高盛集团有限公司全资子公司杰润公司就国际原油期货价格进行期权对赌。期权合约确认书分为两个时间段。第一个时间段为2008年3月3日—12月31日，双方规定当原油期货合约浮动价高于63.5美元/桶时，深南电每月可获30万美元的收益；当浮动价低于63.5美元/桶且高于62美元/桶时，深南电每月可得（浮动价－62美元/桶）×20万桶的收益；而当浮动价低于62美元/桶时，深南电每月则需向杰润公司支付与（62美元/桶－浮动价）×40万桶等额的美元。第二个时间段合约类似，而且杰润公司具有关于二期合约的选择执行权。可以看出深南电签署的这份期权合约收益确定但可能损失无限，一旦油价并未向其所预计的情况发展，公司将会蒙受巨额损失。而结果也正是如此。从2008年10月开始，原油价格一路下跌，深南电亏损巨大。本应以成本控制为初衷的深南电却因眼前一时的利益掉进了高盛精心策划的陷阱之中。由此可见，无论何时，投资者都应将理性投资放在首位。

本章小结

期权是买方向卖方支付权利金后获得的在未来某一特定日期或一段时间内向卖方按照约定的价格买入或卖出一定数量特定商品的权利，主要分为看涨期权（认购期权）和看跌期权（认沽期权）两种。

上证50ETF期权是有中国特色的证券市场实践，准入门槛较高。它以50ETF为标的物，属于欧式期权，有4个到期月份，5个行权价格，合计40个合约。

期权的四大基本交易策略为买入看涨期权策略、买入看跌期权策略、卖出看涨期权策略、卖出看跌期权策略。进阶的交易策略有大幅涨跌行情——合成期货策略，温和涨跌行情——牛市、熊市价格价差交易策略，盘整行情——卖出跨式期权策略与买入蝶式期权策略，突破行情——买入跨式期权（底部跨式期权）策略。

期权的平价公式：看涨期权价格与行权价格的现值之和等于看跌期权的价格加上标的证券现价。

作为金融衍生品，期权的风险不可低估。投资者应对价格波动风险、高溢价风险、价值归零风险、保证金风险、流动性风险等有所警惕，理性投资。

问题与应用

1. 在期权行情软件上对同种看跌期权、看涨期权进行加减，以熟悉平价公式。
2. 借助平价公式思考对于不同的市场行情有哪些效果相似的交易策略。



第十一章　可转换债券投资策略

学习目标

1. 了解可转换债券的概念与特点。
2. 掌握基本的可转换债券的估值方法。
3. 掌握可转换债券的交易和套利方法。
4. 比较可转换债券与可交换债券的差别。

内容预览

在股票市场，投资者往往偏爱预测股价和推测市场走向，执着于各方面分析，总是追求高抛低吸，但结局往往是追涨杀跌。投资者往往很难一直踩准市场节奏。这就造成了绝大多数投资者无法保持长期正收益，往往像是坐升降机那样，今天赚的明天又给跌了回去，长此以往年复合收益率往往很低。是否存在无需进行所谓技术分析、基本面分析，只需要无脑买入，到期稳定获利，而且不管市场如何风云变幻，都自岿然不动的投资品种呢？有人可能会说投资债券。确实，债券一旦买入便锁定了收益，但随着质押再回购政策的调整，要想达到年化收益率10%以上已经变得非常困难，习惯了A股大起大落的投资者可能并不会感兴趣。那有没有似债券保底，像股票暴利的投资标的呢？有，那就是可转换债券。

可转换债券即可转换公司债券，指在一定条件下可以转换为公司股票的债券。可转换债券是一种复合型债券，可以看成债券+看涨期权的组合，同时具有债性和股性。它的债性很大程度上保障了投资者本金不会遭受巨大损失，即使股价腰斩再腰斩，可转换债券也能让投资者稳健前行；而股性则提供了获得高额收益的契机，可转换债券价格会随着股票价格的上涨而水涨船高，保证投资者在牛市中也能分得一杯羹。本章详细介绍可转换债券投资策略。

第一节　全面了解可转换债券

可转换债券是指发行人依照法定程序，赋予持有人在一定时间内依据约定条件将其转换为一定数量的股票权利的债券。可转换债券兼具债券和股票双重特点，持有人有行使转换的权利，但没有义务。

一、可转换债券的各种要素

（一）发行主体和面值

发行可转换债券的主体大多数是对应A股的上市公司。可转换债券的面值都是100

元。2017年以来，新三板挂牌企业等也可以发行可转换债券，但在信用等级和转股可能性等方面远低于A股上市公司发行的可转换债券，并且违约可能性远高于A股上市公司。

（二）利率

因附有可转换成股票的特殊权利，可转换债券的利率一般都极低，如白云转债（110035）的利率为“第一年0.2%，第二年0.4%，第三年1.0%，第四年1.2%，第五年1.5%”。不同可转换债券的利率由上市公司主体自行决定，但都普遍低于同期企业债利率（国外的可转换债券利率更低）。可转换债券的付息方式是到期付息，半年或一年付息1次，到期后5个工作日内偿还未转股债券的本金及最后一期利息，计息起始日为可转换债券发行首日。可转换债券不像企业债那样每日计息，因此不存在净价和全价之分。上市公司需要在可转换债券约定的付息日前3～5个交易日披露付息公告。年利息的计算公式为

$$I=bi$$

其中，I为年支付的利息额；b为可转换债券持有人持有的可转换债券票面总额；i为可转换债券当年票面利率。投资者在付息日需要缴纳20%的利息税。

（三）税前收益率

在计算收益率时，一般都认为每年收获的利息可以进行再投资，因此使用复利来计算税前收益率。以白云转债为例，如果交易价格是132.51元，到期赎回价是106元（包含最后一年的利息），剩余年限3.814年，利率为“第一年0.2%，第二年0.4%，第三年1.0%，第四年1.2%，第五年1.5%”，利用到期收益率计算公式$1.20/(1+x)^{2.814}+1.00/(1+x)^{1.814}+0.40/(1+x)^{0.814}+106.000/(1+x)^{3.814}=132.51$，可以求得税前收益率为−5.13%。投资者不需要手动计算每个可转换债券的收益率情况，后面章节会介绍简单实用的投资工具，这里仅做说明之用。

（四）期限和发行额

可转换债券存续期最短为一年，最长为六年，常见存续期为3～6年，实际发行额不得少于5 000万元。

（五）评级

资信评级机构每年至少公告一次可转换债券跟踪评级报告。

（六）杠杆约束

可转换债券计入公司债券余额，发行可转换债券后累积债券余额不超过最近一期期末净资产的40%。

（七）发行方式

按发行方式不同，可将可转换债券分为公开发行可转换债券和私募发行可转换债券。在我国可转换债券大多是以公募形式发行的，而国外以私募发行较常见。

（八）可转换债券的清偿优先级

可转换债券属于次等信用债券，在清偿顺序上，同普通公司债券、长期负债（银行贷款）等具有同等追索权利，但排在一般公司债券之后，同可转换优先股、优先股和普通股相比，可得到优先清偿的地位。

（九）正股

每个可转换债券能转成的股票就是正股，也就是发行可转换债券的上市公司股票，如白云转债（110035）的正股便是白云机场（600004）。

（十）转股期

可转换债券在发行时都会规定转股期，只有到了转股期的可转换债券才能进行转股操作，一般来说公司规定可转换债券在发行 6 个月后才能转股。

（十一）转股价、转股价值、交易价格

转股价是可转换债券的核心部分，所有的条款和操作方法都围绕着转股价展开。转股价定义了投资者在转股期能以怎样的“成本”转成公司股票，可以将转股价类比于看涨期权的行权价格。转股价的确定原则：不低于将可转换债券募集说明书公告前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日股票交易均价。其中，前 20 个交易日公司股票交易均价＝前 20 个交易日公司股票交易总额/该 20 个交易日公司股票交易总量；前一交易日公司股票交易均价＝前一交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。下面举例说明。假设某可转换债券的转股价为 10 元，意味着可转换债券投资者能以 10 元/股的价格换得对应公司的股票。用面值（100 元）除以转股价得到转股比例，表示一张可转换债券可以换成多少股对应的上市公司股票。这一例子中的转股比例便是 100/10＝10，意味着一张可转换债券可以换得 10 股正股股票。转股价值等于转股比例乘以正股股价，如果目前的正股股价等于 9 元/股，那么转股价值便是 10 股×9 元/股＝90 元。当可转换债券交易价格低于 90 元即小于转股价值时，称为可转换债券折价交易，此时买入可转换债券后进行转股再抛出便有利可图，这样的操作称为可转换债券折价套利；反之，若可转换债券的交易价格高于 90 元即大于转股价值，称为可转换债券溢价交易，这一情况下可转换债券所包含的看涨期权称为虚值期权（对应的可转换债券折价时的看涨期权是实值期权），如果买入可转换债券进行转股套利会出现亏损。

因此不难看出，可转换债券的交易价格应当紧随着转股价值同步波动，如果出现折价就会有套利者出现抹平折价，也不会有投资者愿意溢价购买可转换债券。但事实上，目前仍在交易的可转换债券品种中，很多都是溢价交易，有些溢价率在 10%以上，部分品种的溢价率甚至超过 50%。可转换债券的长期高溢价现象将在可转换债券估值机制中详细说明。

当公司发生分红送股、配售增发等使股份或股东权益变化的事项时，转股价会相应进行调整。以下是转股价的调整公式。

送股或转增股本

$$P_1=P_0/(1+n)$$

增发新股或配股

$$P_1=(P_0+Ak)/(1+k)$$

上述两项同时进行

$$P_1=(P_0+Ak)/(1+n+k)$$

派发现金股利

$$P_1=P_0-D$$

上述三项同时进行

$$P_1=(P_0-D+Ak)/(1+n+k)$$

其中，P_1为调整后的转股价；P_0为初始转股价；D为每股现金股利；A为增发新股价或配股价；k为增发新股率或配股率；n为送股率。

可转换债券持有人在转股期内申请转股时，转股数量的计算方式为$Q=V/P$，并以去尾法取一股的整数倍，其中，V为可转换债券持有人申请转股的可转换债券票面总金额，P为申请转股当日有效的转股价。转股时不足转换为一股的可转换债券余额，上市公司将以现金兑付该可转换债券余额及该余额所对应的当期应计利息。

（十二）累积转股比例

$$累积转股比例=\sum(当日转股价\times当日转股数量)/可转换债券发行总额\times100\%$$

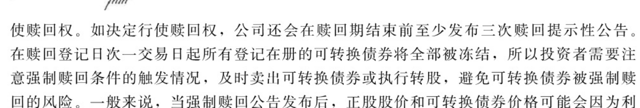
（十三）强制赎回条款

可转换债券一共包含三大核心条款，首先介绍强制赎回条款，以方便读者对后续条款的理解。

上市公司的最终目标都是要促成可转换债券转成公司股票。为了防止投资者一直持有可转换债券至到期（因为可转换债券下有保底上不封顶的特性），阻碍上市公司转股融资计划的实施，可转换债券设计框架中便出现了强制赎回条款。强制赎回条款的触发，意味着可转换债券生命的终结和上市公司转股融资计划的结束。

强制赎回条款一般的形式是，在转股期内，如果公司股票在任何连续N个交易日中至少n个交易日的收盘价不低于当期转股价的130%（含130%），公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换债券。如白云转债的强制赎回条款：转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的A股可转换债券。①在转股期内，如果公司股票在任何连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价不低于当期转股价的130%（含130%）。②当本次可转换债券未转股余额不足3 000万元时。细心的读者会发现赎回价格（和面值相差无几）是远低于当前可转换债券的交易价格的，如果投资者手中的可转换债券被上市公司强制赎回，就会面临很大损失，没有投资者愿意一直持有然后被上市公司按低价赎回，所以只要可转换债券满足强制赎回条款，投资者便纷纷将可转换债券转成股票。强制赎回条款的巧妙设计对于可转换债券的所有参与者可谓是皆大欢喜，即上市公司成功地消灭了可转换债券，将债主变成了股东，投资者做了一笔收益率30%以上的投资，收获颇丰。

上市公司会在满足可转换债券强制赎回条件的下一交易日发布公告，明确披露是否行



使赎回权。如决定行使赎回权，公司还会在赎回期结束前至少发布三次赎回提示性公告。在赎回登记日次一交易日起所有登记在册的可转换债券将全部被冻结，所以投资者需要注意强制赎回条件的触发情况，及时卖出可转换债券或执行转股，避免可转换债券被强制赎回的风险。一般来说，当强制赎回公告发布后，正股股价和可转换债券价格可能会因为利好兑现而面临下跌。

（十四）下调转股价条款

先来设想一下这样的情景：如果上市公司在发行可转换债券后股市总是跌，则股价会远远低于转股价。根据上面的介绍，可转换债券内嵌的看涨期权是虚值期权，是不存在转股价值的，没有一个可转换债券的持有者愿意转股，这就意味着上市公司只能够到期按本付息，但发行可转换债券的上市公司的终极目标是消灭可转换债券，因此为了避免这种情况的出现，下调转股价条款应运而生。

下调转股价条款的核心思想：在可转换债券存续期间，当公司 A 股股票在任意连续 N 个交易日中至少 n 个交易日的收盘价低于当期转股价的 $X\%$时，公司董事会有权提出转股价向下修正方案并提交本公司股东大会表决。其中，修正后的转股价不得低于股东大会召开日前 20 个交易日股票交易均价和前一交易日股票交易均价。如白云转债的下调转股价条款：在本可转换债券存续期间，当本公司股票出现在任意连续 20 个交易日中至少 10 个交易日的收盘价低于当期转股价 90%的情况，公司董事会有权提出转股价向下修正方案并提交本公司股东大会表决。假设白云转债的转股价为 10 元，如果白云机场的价格在连续 20 个交易日中出现任意 10 个交易日（不需要连续交易日）的收盘价低于 9 元/股，则董事会有权提出转股价向下修正方案并提交公司股东大会表决。

需要注意的是，如果公司的转股价低于每股净资产，是不允许下调转股价的（因为如果出现转股价低于每股净资产的情况，转股后会进一步降低公司净资产）。

有了下调转股价这一杀手锏，上市公司便能通过不断下调转股价保证正股股价相对转股价涨幅超过 30%，触发强制赎回促使投资者将可转换债券转成股票。但是，下调转股价是公司的权利，即使董事会提出了向下修正方案，股东大会能否通过也未可知（须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上同意，持有可转换债券的股东需要回避）。而国内市场的现状是，即使已经满足了下调转股价的条件，但如果距离可转换债券到期或者离回售期开始还有很长一段时间，上市公司也会一直拖着不下调转股价。例如，蓝标转债（123001）的溢价率曾高达 100%以上，航信转债（110031）的溢价率也长期处在高位。

上市公司这样做的动机在于，一旦下调了转股价，可转换债券持有者便可以更低的价格换到股票，这样做会进一步稀释大股东的持股比例，类似于在股价低迷之时增发股票，这是上市公司不愿见到的。因此上市公司一方面硬拖着不下调转股价，每年按时付息（可转换债券极低的利率对上市公司的财务影响甚微）；另一方面静待市场好转，公司股价能够自行上涨到转股价的 130%以上，即使临近可转换债券到期正股股价还是没有上涨，也可以一次性下调转股价。这样做完全符合上市公司自身的利益，但是会造成可转换债券价格一直在低位徘徊，使得可转换债券的债性提升，股性减弱，投资者在这期间只能获得一两个点的债券投资收益。虽然最终上市公司都会下调转股价促成可转换债券上涨，但是无

形中拉长了投资者的时间周期，降低了平均年化收益率。这时候该如何保障投资者的权利呢？不用担心，在可转换债券的设计框架中早已考虑了这一点，绝不允许上市公司肆无忌惮侵害投资者的权益，这就是我们下面要介绍的回售保护条款。

（十五）回售保护条款

回售保护条款的核心思想是当股价在连续 N 个交易日中低于转股价的 $X\%$，则可转换债券持有者可以将其持有的可转换债券按照回售价格回售给上市公司。不同可转换债券的回售价格不同，普遍是在 101～103 元。如白云转债的回售条款：自本次可转换债券第五个计息年度起，如果公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价格的 70%，可转换债券持有人有权将其持有的可转换债券全部或部分按面值的 103%（含当期计息年度利息）回售给公司。假设当白云转债进入回售期后转股价为 10 元，如果白云机场的收盘价连续 30 个交易日低于 7 元/股，则可转换债券持有人可以以 103 元的价格将可转换债券回售给公司。

需要注意区分，回售是投资者的权利，下调转股价是上市公司的权利。只要满足回售条件，投资者便能自行回售，无需像下调转股价那样需要董事会提出并由股东大会批准。所以对于上市公司来说，是极其不情愿触发回售保护条款的，一旦触发就意味着上市公司长期低息借款而后转股融资的计划泡汤。因此，一旦股价接近回售保护区，上市公司便有动力直接拉抬股价或者下调转股价，这时会产生一定的套利机会（后文将会介绍回售保护套利）。

上市公司需要在满足可转换债券回售条件的下一交易日发布回售公告，并在回售期结束前至少发布三次回售提示性公告。

在所有的可转换债券中，由银行发行的可转换债券回售条款一般不保障在股价大幅下跌之际可转换债券持有人有权利进行回售。从 2010 年中行的可转换债券开始，银行类可转换债券的回售条款都是如此。如光大转债（113011）的回售条款：在本次发行的可转换债券存续期间，如公司本次发行可转换债券募集资金的使用与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，被中国证监会认定为改变募集资金用途，可转换债券持有人享有一次按面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或全部可转换债券的权利。这一条款对投资者并无实质性作用，确保资金用途已在可转换债券募集说明书中募集资金用途项明确写明，因此对于上市公司来说，永远不存在回售压力。

（十六）投资可转换债券可使用的工具

（1）中国证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所网站可查询可转换债券政策、信息和公告。

（2）集思录网站可转换债券页面 https://www.jisilu.cn/data/cbnew/#tlink_3，包含了可交易可转换债券的信息，其中的溢价率、税前收益率部分对投资者大有帮助。

（3）巨潮资讯网 http://www.cninfo.com.cn，中国证监会指定信息披露网站。

二、上市公司选择发行可转换债券融资的动机

（一）可转换债券的优势

相较于普通债券和银行贷款，可转换债券的利息要低得多，对于公司的财务压力较小，

即使最终未成功转股，对于上市公司来说也是划算的；而相对于增发股票融资，可转换债券融资不会造成每股盈利的稀释，不会损害原有股东的利益。另外，如果上市公司有融资需求时遇到公司股价处于历史低位，上市公司也不愿意在低价增发，而选择发行可转换债券可以较好地规避这类风险，因为可转换债券隐含了对未来牛市的预期。从监管层面来说，定向增发会带来二级市场的直接抽血，定向增发股票解禁也往往伴随着股价下跌，而可转换债券则有相反的作用，临近到期时可转换债券对应的正股股价往往会上涨，所以监管层越来越倾向于以可转换债券替代直接的股权融资。

（二）A股上市公司发行可转换债券对公司的影响

（1）发行可转换债券后，上市公司的融资成本大大降低。可转换债券的发行利率往往低到1%以下，而市场贷款利率在6%以上，发行可转换债券显然有利于公司降低财务成本。

（2）A股泡沫一直较大，这决定了中国的可转换债券的独特之处，即大多数可转换债券最终转成股票。在泡沫较大的情况下，可转换债券转成股票对上市公司构成利好。可转换债券转成股票相当于上市公司按照转股价增发股票，在A股整体泡沫较大的情况下，现金增发对上市公司有利。

三、可转换债券下有保底、上不封顶的原因

（一）决定可转换债券大概率保本的因素

纵观中国资本市场可转换债券二十年余的历史，截至2016年年底总共发行了不到100只，2017年可转换债券市场大扩容，但可转换债券总市值仍然只有千亿级别，无论相对债市总市值还是股市总市值而言，都属于小众品种。可转换债券的审批非常严格，公募可转换债券的发行像股票增发那样必须报中国证监会核准，未经核准，不得发行可转换债券，而且发行条件对财务指标进行了严格要求，如“最近三个会计年度加权平均净资产收益率不低于6%”“净资产少于15亿元需提供担保，包括连带责任担保、抵押或者质押”这两项发行要求就足以排除大部分公司。因此能发行可转换债券的公司都是上市公司中的优质企业，有稳健的经营业绩和充足的资产可用于还债，破产的可能性极低。

而对于上市公司而言，上市公司的股票价值远远大于可转换债券价值，违约成本过于高昂，完全不值得违约可转换债券而失去上市公司的地位。A股上市公司发行的可转换债券在历史上也从来没有违约的先例，最终都能成功转成股票或者到期还本付息，所以说可转换债券几乎不存在亏本的可能。需要说明的是，可转换债券只有在面值以下买入或者回售收益率为正的情况下买入才是绝对保本的，如果投资者在高溢价的情况下追高买入容易出现亏损。

（二）可转换债券的收益率可以稳健穿越牛市、熊市的原因

可转换债券的收益率可以稳健穿越牛市、熊市，原因在于投资者和上市公司在可转换债券上利益可谓高度一致。所有的可转换债券发行公司都有这样的如意算盘：先以极低的利率借款三五年，然后想方设法促使可转换债券持有者转股，进而消灭可转换债券，将债权人顺利转变为上市公司股东。2016年以来，上市公司的股权融资受到很大限制，通过可转换债券转股间接实现股权融资，是大多数上市公司的理想选择。

如果遇到牛市，可转换债券的价格会随着正股股价上涨而一路上涨，等到正股股价轻松涨过转股价的30%，投资者便会自行转股（后面章节会详细说明），上市公司不费吹灰之力就将债主变成股东。但是遇到市场萎靡不振，股价一泻千里，股价距离转股价渐行渐远的情况怎么办？不用担心，对于上市公司而言，其不想把借进来的钱再还出去，绝对不会让投资者持有到期而后还本的，所以这时候便会动用终极手段——下调转股价，还有可能同时发布利好消息拉抬股价，加快促使可转换债券达到强制赎回条款。所以说无论市场如何演绎，可转换债券的归宿往往都是上涨超过30%后转成股票；投资可转换债券可以轻易带领投资者穿越市场牛市、熊市。历史数据也证明了这一点，几乎发行的所有可转换债券最终都成功转股，以面值买入的投资者都获得了30%以上的回报，回报率超过100%的也不在少数（只有宝安转债转股失败，转股率仅为2.7%，因为宝安转债是中国第一只可转换债券，造成转股失败的主要原因是市场机制不健全）。

第二节　可转换债券实际操作

一、可转换债券的交易

（一）一级市场发行

可转换债券的一级市场发行一般使用配售的形式，即在股权登记日收市后仍登记在册的A股股东具有优先配售权，如在登记日收盘时仍持有股票，那么在配债日账户里就会出现相应数量的配债，只要成功缴款即可完成配售，优先配售后的余额部分（含原股东放弃优先配售的部分）会供其他投资者申购，采用网上发售和网下配售相结合的方式进行。可转换债券申购不需要像新股申购那样有市值要求，在信用申购情况下也无需保证金。

（二）二级市场交易

可转换债券在二级市场的交易和股票完全一致，输入对应的代码即可买入和卖出。可转换债券的面值是100元，以一手10张1 000元为最小交易单位，不收取印花税。沪市默认可转换债券交易佣金为万分之二，深市默认可转换债券交易佣金是千分之一，买卖双向收取，投资者可以和证券公司自行协商调低交易费用。

以买入白云转债（110035）为例，输入转债代码（110035）和买入数量就可以成功委托买入，如图11-1所示。卖出同理。

需要注意的是，可转换债券实行T+0交易制度且不设涨跌停限制，但交易当天如果交易价格波动过大可能会临时停牌。例如，上市首日如果涨跌幅达到30%，则直接停牌到14:55，而且首日可转换债券价格最高不能超过发行价的150%，最低不低于发行价的70%。

（三）可转换债券转股

沪市可转换债券转股和深市可转换债券转股不同，沪市的可转换债券都有独立的转股代码，而深市的可转换债券没有独立的转股代码，其转股代码就是可转换债券本身的代码。可转换债券的转股代码可在集思录可转换债券页面查看。



图 11－1　买入白云转债

以沪市白云转债（110035）转股为例。在交易账户里找到“其他业务”，选择其中的“转股回售”，只需要填入对应的转股代码和委托数量即可，如图 11－2 所示，委托价格不需要投资者自行输入。

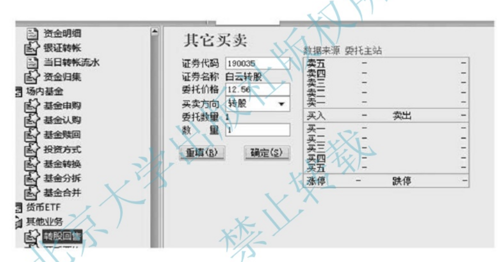


图 11－2　白云转债转股

当天经过清算之后，账户中的可转换债券转成了正股股票，如图 11－3 所示。

转债转股-白云机场　0.000　0.00
㊢ 05-16 00:00　79　0.00

图 11－3　账户中的可转换债券转成股票

转股时不足转换为一股的可转换债券余额，上市公司会以现金兑付该可转换债券余额及该余额所对应的当期应计利息，如图 11－4 所示。

转债转股-白云转股　12.560　+7.76
㊢ 05-16 00:00　0　0.00

图 11－4　现金兑付可转换债券余额

以上展示了10张白云转债转股的过程，下面介绍转股79股和现金7.76元的计算过程。

买10张白云转债，其转股价为12.56元，每张可转换债券可转换100/12.56＝7.9617股白云机场股票，那么10张白云转债就对应图11－3中的79股股票，余下的0.617股股票以12.56元×0.617＝7.75元现金形式发送至股东账户，与图11－4中的7.76元稍有出入是由小数点精度问题和未计入当期利息引起的。

二、可转换债券正回购加杠杆

在发展过程中，可转换债券长期可以像普通债券一样不断质押正回购，进而增加投资者的杠杆倍数，但不同的是，可转换债券的利率低于正回购的借款成本（一般年化成本为3%），不像其他债券那样可以不断循环质押放大利差收益，因此可转换债券质押加杠杆完全寄希望于可转换债券价格的上涨，如果价格一旦下跌，投资者的损失不仅会被放大，而且需要额外付出正回购的利息成本。

以下是可转换债券进行正回购的具体操作。

（1）在证券公司开通正回购资格。

（2）将持有的可转换债券质押入库换得标准券，输入对应的质押代码后选择卖出，得到相应的标准券（不同可转换债券有不同的折算率，对应不同数量的标准券）。

（3）使用正回购融资。例如，使用最常用的GC001（204001），逆回购选择卖出，而需要借钱正回购则选择买入，然后填入需要借入的数量（所能借得的最大数量是标准券×0.9）和愿意支付的利息即可。如果委托成交，资金会立即到投资者的账户，投资者可以用借来的钱继续买入可转换债券，然后循环质押正回购不断放大杠杆倍数。

（4）正回购续作。204001是一天期的正回购操作，因此T＋1工作日必须续作，具体的做法是将T日解冻的标准券继续做正回购，用T＋1工作日正回购得到的资金来偿还T日的正回购资金和利息。

需要特别注意：①可转换债券申报作为质押券期间，不可以进行转股和回售申报。在标准券数量有剩余的情形下，投资者如需对可转换债券进行转股和回售申报，应当首先解除可转换债券的质押。投资者当日申报解除可转换债券质押，当日可以进行转股和回售申报；②可转换债券到期前10个交易日将停止提交进入质押库；③质押正回购的规则在不断调整，投资者需要关注最新的政策变化，确定是否可以质押正回购。

第三节　可转换债券的套利和估值

一、常见的套利方式

（一）可转换债券折价套利

当某一支可转换债券的转股价大于可转换债券的交易价格时称为折价交易，此时买入可转换债券后转成股票并卖出可以获得折价收益。可转换债券折价套利是最常用也是最实

用的一种套利方式，在实际操作中需要注意以下几点。

（1）只有在转股期内才能转股套利。

（2）T 日买入可转换债券 T 日可进行转股申请，但在 T+1 工作日才能在二级市场卖出。

（3）第二日正股开盘大概率会低开（转股套利者砸盘），因此可以选择融券对冲风险。在没有对冲风险的情况下进行裸套风险较大，甚至可能出现亏损，在折价 1%以上套利的成功率较高。

（4）尽量选择成交活跃的正股进行套利。

（5）最好在尾盘买入，避免正股在当天接下来的交易中的下跌风险。

（6）可转换债券的转股申请可以早一些进行，在没有债券的情况下，转股申请不会生效。避免在最后一分钟买进了可转换债券，但在收盘前转股委托没有成功而错失当天的转股机会。

（7）若买入可转换债券后出现较大的拉升，可直接卖出锁定利润（可转换债券实行 T+0 交易制度，而且可转换债券交易成本比股票低）。

（8）转股申请提交后也可以直接卖出可转换债券，而不需要先撤销转股申请再卖出。

还有一种折价套利的思路：如果投资者在可转换债券出现折价时正好拥有正股股票，就可以实现完美的套利。具体做法：首先立刻卖出所持有的所有正股股票，其次用卖出的资金买入对应的可转换债券，最后进行转股申请，这样可以在不损失股份的情况下赚得可转换债券的所有折价利润。

（二）利用回售保护条款套利

当只需要几个交易日便满足回售保护条款时，上市公司便有充足动力下调转股价或者是拉升正股股价，借此远离回售保护区，此时就会有套利机会。由于无法确定上市公司是使用哪种方式来避免触发回售，因此选择买入可转换债券套利较稳妥。无论是下调转股价或拉升正股股价对可转换债券都构成利好，而若上市公司选择下调转股价，则对正股股价没有实质性刺激作用。例如，蓝标转债（123001）对应的正股蓝色光标（300058）每次宣布下调转股价的预案后，蓝标转债交易价格都直接出现拉升，而正股股价却毫无起色。

（三）利用强制赎回条款套利

当可转换债券离到期日所剩时间不多（上市公司有触发强制赎回意愿），并且正股股价已经连续好几个交易日上涨超过转股价的 130%，却突然跌破转股价的 130%时，便可以买入正股股票等待拉升，因为上市公司为了促使转股完成会有意将股价维持在转股价的 130%以上。但在实践中，这样的套利可行性并不高，因为投资者如果无法准确了解上市公司何时转股就不能准确把握套利时机。

（四）利用转股价定价机制套利

转股价一般用可转换债券募集说明书公告前 20 个交易日股票交易均价和前一交易日股票交易均价二者之间的较高者来确定。如果这前 20 个交易日公司股价低迷，可以买入正股股票等待上市公司出于提升转股价考虑而采取拉抬股价的措施。因为对于上市公司来说，转股价越高越好，相当于在股价高点进行增发融资，不过这样操作的风险较大。

（五）当可转换债券跌破面值时套利

在某些特殊情况下，由于市场的恐慌情绪蔓延导致可转换债券的价格跌破面值，可转换债券遭到非理性的抛售，此时买入可以获取超额收益。无论公司股价如何下跌，由于有回售保护条款的存在，而上市公司为了避免触发回售，要么下调转股价，要么拉升正股股价，这两种策略都对可转换债券构成利好，因此可以在跌破面值后直接买入。

（六）可转换债券申购套利

由于看涨期权的存在，一般来说可转换债券上市首日都会有不小的涨幅（类似新股上市），因此可转换债券申购存在一定的套利机会。上文介绍过两种参与可转换债券申购的方法，如果采取的是持有正股等待配售的方式，等量的资金可以获得比申购更多的可转换债券，但同时也需要承担正股股价下跌的风险。如果上市首日可转换债券的溢价低于正股股价下跌的亏损，套利就会失败；如果采取线上和线下打新的方式，中签率会比较低，但只需承担可转换债券上市首日破发的风险，相对于前种方式较安全。

从目前来看，随着各个银行可转换债券的竞相上市，市场不断扩容导致可转换债券上市首日跌破面值的可能性正在加大，可转换债券申购套利的可行性也在逐渐降低。

注意：以上所有的套利机制中，都存在或高或低的风险，利用可转换债券折价套利和回售保护条款套利成功率较高。

二、可转换债券的估值

可转换债券可以看成债券和看涨期权的组合，所以在估值过程中可以对债券部分和期权部分分别估值，然后进行加总便是可转换债券的理论价值。

（一）债券部分

债券部分的估值与普通债券一致，只需要对未来现金流按照折现率进行贴现便能得出。可转换债券的纯债价值可以看作可转换债券的最低价值。

（二）期权部分

期权部分比较难估量，因为可转换债券是包含了看涨期权、强制赎回权、下调转股权及回售保护权的复杂期权，同时这些期权之间又相互影响，比如看涨期权价值、强制赎回权价值、回售保护权价值这三个期权无法同时行权，单一时刻只能行使某一个权力，因此单纯的加减是不正确的，需要三个一起看待，利用目前主流的期权定价法如 Black - Scholes 定价模型法、二项式定价模型、蒙特卡洛随机模拟法等得出来的估值结果与实际的交易价格存在较大偏差，不能准确进行估值。因此对于大部分可转换债券投资者而言，期权部分可能更适合采用类比的方法，通过比较市场相似可转换债券的走势，同时分析历史数据来定性分析。

（三）正股走势和可转换债券走势的相关性

当可转换债券溢价率较低，正股股价下跌时，可转换债券交易价格向纯债价值靠近；当正股股价上涨时，可转换债券价格向转股价靠近，可转换债券交易价格高出纯债价值的

部分就是可转换债券所含复杂期权的市场价格。

当可转换债券高溢价时，正股股价上涨并不会带动可转换债券价格同比例上涨。例如，2016 年 4 月 6 日，厦门国贸（600755）强势涨停，但对应的国贸转债（110033）却只收涨 1.75%，原因在于当时国贸转债溢价率高达 40%，国贸转债的上涨空间已经被大幅透支，使得正股股价与可转换债券价格的相关性显著降低。

（四）短时间市场上可转换债券普遍出现大幅溢价交易局面的原因

（1）供需不平衡。供需失调是造成可转换债券高溢价的最重要因素，市场上可交易的可转换债券低到十几家时，存量只有几百亿元，市场上可转换债券供应严重不足，可转换债券的溢价往往较高。

（2）正股股价大幅下跌而引发的被动溢价。因为可转换债券的债性和回售价的存在保证了可转换债券存在一个最低价，跌到面值附近便不存在继续大幅下跌的空间，而正股股价可以连续下跌，致使转股价大幅偏离正股股价，如果可转换债券距离回售起始日还有不少的时间，可转换债券价格就会在面值附近徘徊，造成溢价率被动上升。很多可转换债券出现高溢价都是出于这个原因，造成此种现象的主要因素是上市公司硬拖着不下调转股价，上面章节中已做说明。

（3）看涨期权的溢价。因为可转换债券存在看涨期权，投资者往往愿意提前买入存在下调转股价可能的可转换债券，透支一部分未来上涨的预期，从而造成可转换债券的“主动”溢价局面，这一点在可转换债券上市首日（表 11－1）体现得淋漓尽致。

表 11－1　存量可转换债券上市首日收盘价

证券代码	证券简称	上市日期	收盘价（元）	转股溢价率
128009	歌尔转债	2014—12—26	120.50	27.54%
110030	格力转债	2015—01—13	138.26	43.83%
110031	航信转债	2015—06—30	145.32	94.50%
110032	三一转债	2016—01—18	107.69	47.39%
123001	蓝标转债	2016—01—18	114.30	62.08%
110033	国贸转债	2016—01—19	108.88	47.63%
110034	九州转债	2016—01—29	117.35	32.60%
113009	广汽转债	2016—02—04	117.96	27.34%
128010	顺昌转债	2016—02—23	130.10	56.45%
110035	白云转债	2016—03—15	119.20	27.73%
113010	江南转债	2016—04—05	129.18	33.75%
128012	辉丰转债	2016—05—17	113.69	27.51%
127003	海印转债	2016—07—01	117.00	22.84%
128013	洪涛转债	2016—08—23	123.29	25.99%
113011	光大转债	2017—04—05	103.00	9.27%

（来源：集思录论坛）

影响可转换债券溢价率的因素如下。

(1) 可转换债券对应的上市公司所处行业和公司本身质地。可转换债券的溢价率和市场对于公司未来的预期成正相关，比如市场普遍对于银行等传统行业未来缺乏想象力，因此市场不愿意给这类可转换债券足够的溢价率。例如，光大转债（113011）上市首日的收盘价仅为103.00元；蓝色光标（300058）发行蓝标转债（123001）时财务报表数据不佳，致使蓝标转债（123001）上市首日的收盘价仅为114.30元。

(2) 投资者情绪。当市场走强时，投资者情绪高涨，愿意给可转换债券较高的溢价率；反之，当市场走弱时会带动溢价率下行。

(3) 目前A股市场没有个股期权的局面也助推了可转换债券的高溢价率。

(4) 供给情况。可转换债券发行量少、存量可转换债券有限，则溢价率容易走高；反之，溢价率会降低。

第四节　可交换债券

可交换债券和可转换债券仅一字之差，两者存在诸多相似之处。可交换债券即可交换为公司股票的债券，指持有某一上市公司股票的主体通过将股票抵押给托管机构而发行的债券，债券的持有人在将来的某个时期，能按照债券发行时约定的条件用持有的债券换取发债人抵押的上市公司股权。可交换债券的信息也可以在集思录网站可转换债券页面查看。

一、可交换债券与可转换债券异同分析

可交换债券与可转换债券相似，包括换股价、下调换股价条款、回售保护条款、强制赎回条款等要素，也继承了可转换债券极低利率的特性。但也有例外，如14宝钢EB（132001）和15国资EB（132005）发行时没有设下调换股价条款、回售保护条款及强制赎回条款。

根据发行方式不同，可交换债券可以分为非公开发行的可交换债券（私募可交换债券）和公开发行的可交换债券（公募可交换债券）。相对来说，私募可交换债券的发行门槛较低，审核程序也相对简单，但是私募可交换债券仅面向合格投资者发行；公募可交换债券中，大公募可交换债券同时面向公众投资者和合格投资者发行，小公募可交换债券仅面向合格投资者发行。私募可交换债券的转股期为发行结束之日起6个月，而公募可交换债券的转股期为发行结束之日起12个月。另外，在交换价格方面，私募可交换债券换股价不低于公告募集说明书日前20个交易日和前一交易日股票交易均价的90%，而公募可交换债券的换股价不得低于公告募集说明书日前20个交易日和前一交易日股票交易均价。由于私募可交换债券发行门槛低，更易转股的优势使得目前市场上私募可交换债券数量远大于公募可交换债券数量。

可转换债券和可交换债券的不同点在于：可转换债券的发行主体往往是上市公司，而可交换债券的发行主体是拥有上市公司股票的公司股东，因此可转换债券有增加公司总股本的可能性，而可交换债券只是存量股票的转移；就发行目的而言，可转换债券的发行目的大多是最终转换为股票，而可交换债券的发行目的多样，不少可交换债券发行主体的主

要目的是低价融资。

二、发行可交换债券的动机

（一）大股东减持套现

从A股的历史来看，大股东减持套现（大小非减持）对于公司股价有巨大影响，而通过可交换债券逐步、被动地减持可以变相规避这类风险。目前，大部分可交换债券的发行目的是减持套现。这类可交换债券一般都附有下调换股价条款，以确保能换股成功，相应地利息也较低。

（二）低息融资

以低息融资为目的的可交换债券的最终结果都是到期按本付息然后退出。这类可交换债券一般不设下调换股价条款，利息也会相对较高。

（三）“定向增发＋可交换债券”实现套利

在这一模式下，发行人以较低的价格参与定向增发，然后以较高价格发行可交换债券，在不损失上市公司股权的情况下，可以获得定向增发价与换股价之间的利差，实现无风险套利。

本章小结

可转换债券作为一种新的再融资方式，在上市公司再融资政策保持高压态势的情况下，其所占据的市场份额正在不断上升，而下有保底、上不封顶的特性使得可转换债券越来越受到投资者的关注。在可转换债券的投资决策中，对于可转换债券的估值无疑是最重要的一环，但也是最难的一环。不同的市场环境，不同的正股资质，不同的政策导向都会对可转换债券的估值产生影响。因此想在可转换债券投资中获得高额收益，需要投资者不断类比，不断学习，摸索出一套属于自己的交易体系。

问题与应用

1. 可转换债券下有保底、上不封顶的原因是什么？
2. 比较不同可转换债券估值方式的优劣性。
3. 探索比较国内可转换债券和国外可转换债券的区别。

第十二章　技术分析与应用

学习目标

1. 了解什么是技术分析。
2. 理解技术分析的起源、背景和适用条件。
3. 掌握常见的技术分析方法，包括K线形态和技术指标。
4. 理解定量技术分析。

内容预览

技术分析是分析股价、成交量等历史信息，并以此来预测股价走势的分析方法。我国的证券期货市场现在仍处于发展阶段，距离所谓的有效市场还很远，因此技术分析依然有用武之地。而且，相比机构来说，散户没有充足的人力和精力去搜集足够的市场信息，在信息不对称方面往往处于不利的地位。于是，历史股价这种完全公开的信息，成为散户必要的研究对象。为了保证技术分析的可靠性，本章主要讲解定量技术分析。使用定量技术分析的好处在于，定量分析有非常严谨的概率统计的理论基础。所以如缠论、艾略特波浪理论等内容不会在本章出现。并且，使用定量技术分析，可以较容易地和第十三章的量化投资中量化择时的内容相联系。本章以K线形态和技术指标为主要内容，其中尤以K线的组合和趋势指标为重点，希望读者可以掌握，并将其应用于第十三章的量化择时。

第一节　技术分析概述

一、技术分析的三大假设

技术分析经过一百年的发展，从最初的道氏理论，到现在已经有各种流派，虽然各分析方式不同，但主要原则是相似的，都服从以下三大假设。

第一，市场行为包含了所有的信息。技术分析者认为，证券期货的价格是受到无数因素影响的，一般的基本面分析和消息面分析是难以穷尽各个影响因素的。于是，技术分析者放弃对各因素的分析，转而直接分析各影响因素所产生的结果，即成交价和成交量。技术分析者认为，成交价和成交量反映了所有的影响因素，因而，直接对量价进行分析是最完备的分析方法。这一点在现代来看仍然是极其重要的。尽管现代电子计算机能给我们比价格更精致的信息，但对于初学者来说，从成交价开始分析是学习技术分析的基础。

第二，价格沿着趋势运动。最初的技术分析都是趋势分析，直到现在，趋势跟踪策略仍然是最常见的交易策略。一百年前的技术分析者，由于缺乏现代电子计算机和电子屏

幕，他们在对价格时间序列进行分析时，往往使用的是手工的计算和手绘的图表（这也是为什么最初的技术分析师被称为图表分析师），因此只能对价格运行轨迹进行粗略的统计，于是得出的结论是价格会按趋势运动，并由此开发出了趋势跟踪策略。长期来看，价格运动往往保持趋势性。现在，随着计算机技术的发展和交易的电子化，逆势策略有时也是有效的，尤其是在高频交易方面。但是，趋势跟踪策略仍然是很受欢迎的策略。

第三，历史会重演。由于对成交价和成交量的分析是基于过去的已知样本，那么问题来了，基于过去的行情所得到的研究结论，在未来也适用吗？幸运的是，根据对收益率序列的统计推断，发现收益率序列有平稳的特点，即历史会重演。这就证明了对过去的样本进行研究，是有助于对未来的价格进行预测的。有很多人反对技术分析正是反对所谓“历史会重演”这一假设，他们认为没有任何两段行情是一致的，所以技术分析没有价值。其实，技术分析中，“历史会重演”这一假设，针对的是股价背后的随机变量，即总体，而非大众已知的股价样本。股价这一复杂的随机变量，产生的样本几乎不可能是相同的，但是它背后的随机变量，由于有平稳的性质，因此可以认为总体是不变的，至少，在一段时间内是不变的。就好像下围棋，任意两盘围棋都不可能是相同的，但是，围棋的逻辑不会改变，围棋中的某些定式也不会变。这就是所谓的“历史会重演”。

二、技术分析与量化择时

在证券期货投资中，一般认为，有两种决策需要投资者来决定，一种是“选股”，另一种是“择时”。在选股方面，技术分析无法帮助投资者进行决策，只有投资者决定了投资品种后，才可能需要用到技术分析来协助决定买卖点。买点和卖点是投资中的关键，有句话叫作“赚钱的方法就是低买高卖”，可见其重要程度。因此，建议读者认真对待它们，在使用技术分析时要严格给出交易点位。此外，随着计算机技术的发展，技术分析逐渐由定性分析转向定量分析。有了统计学的理论支撑，技术分析就不是一门玄学，而是严谨的科学。通过定量分析，把技术指标量化，就成为最简单的量化交易。当然，定性技术分析也是有效的，只是它不如定量技术分析那么严谨。这里建议读者先从定量技术分析学起，日后再自行归纳一些可信的定性结果。

三、技术分析的适用条件

如前文所述，第一，技术分析的优势在于它分析的对象是成交价和成交量，量价包含了所有的信息。所以投资者选择技术分析，是因为投资者认为直接分析价格比分析其他的基本面和消息面更有效。考虑证券市场上的个股和股票指数，股票指数包含了大量的股票，相比个股，使用基本面和消息面进行分析就困难得多。如果用基本面和消息面来分析沪深 300 指数，那么相比分析个股，投资者就需要付出 300 倍的精力。从这一点来看，证券市场上的股票指数比个股更适合进行技术分析。第二，从经济学原理来看，经济波动的周期远大于公司兴衰的周期。那么，基于“历史会重演”这一条件，反映经济水平的股票指数，其背后的随机变量变化的速度相对是慢的，而反映个体公司的股票，其背后的随机变量变化的速度相对是快的，那么将技术分析应用于股票指数，可能更合理，因为它更容易获得可信的技术面结论。第三，技术分析不能帮助投资者选股，而能帮助投资者择时，

所以股票指数更适合使用技术分析。

综上所述，以股票指数作为技术分析的对象比以个股作为分析对象更好。因此，本章后续的内容中所给出的分析实例和应用，全部来自上证综指等股票指数。并且，因为ETF（如300ETF）的存在，投资者可以直接投资于指数，这给运用技术分析的投资者带来了极大的便利。关于其他的投资品种，投资者可以选择其他基金或者股指期货等金融产品进行交易。

第二节　K线形态

一、K线概述

K线起源于日本的米商，用于记录一段时间内大米的价格。由于其有效性和实用性，K线被引入证券期货市场，并为广大投资者所熟悉。K线可以记录一段时间内的价格，最常见的K线是日K线。下面以日K线为例介绍K线。日K线包含四个价格：当天开盘价，当天最高价，当天最低价，当天收盘价。开盘价和收盘价上下构成一个矩形实体，其中，若收盘价高于开盘价则称“阳线”，一般用空心实体表示；反之则称“阴线”，一般用实心实体表示。再从实体上下各引出两条影线，上影线最高点为最高价，下影线最低点为最低价。日K线的画法如图12－1所示。

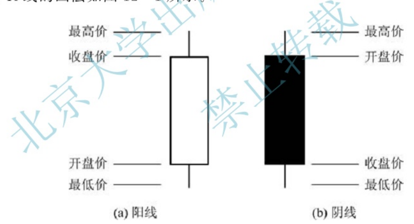


图12－1　日K线的画法

二、K线的作用

K线可以反映一段时间内的四个价格：初始价、最高价、最低价和最终价。它是这一段时间内的成交价的统计量，从复杂的价格信息中提取出了最重要的四个价格供技术分析者进行分析，有取精去粕的作用。可以看出，若K线的周期很长，如月K线，只包含该月第一个交易日的开盘价，最后一个交易日的收盘价，以及月内的最高价和最低价，这样一来，K线就舍弃了太多的信息，故分析结果并不可靠。相反，若K线的周期很短，比如一分钟K线，则包含了某个交易日中的每一分钟内的这四个价格，这样的信息过于精致，分析难度较大，尤其不适合初学者。所以一般常用的为日K线。本节后续的实例均为日K线。

三、单根K线的分析

下面主要介绍几种著名的单根K线形态。大量的统计经验告诉我们，这些特征的K线对未来有比较好的预测效果，有兴趣的读者可以自行观察行情软件中的K线予以验证，或者下载历史数据，用更科学的数据分析软件如MATLAB、PYTHON等进行分析。

（一）光头光脚大阳线（图12－2）

这种K线常见于牛市，可以看出在这一天里最低价即开盘价，最高价即收盘价，这显示了一种完全上涨的走势，表现出市场强势上涨的热情，预示后续行情仍将持续上涨。

（二）光头光脚大阴线（图12－3）

这种K线常见于熊市，最高价即开盘价，最低价即收盘价，全天持续暴跌，市场兵败如山倒，预示后续行情仍然将是下降趋势。



图12－2　光头光脚大阳线　　图12－3　光头光脚大阴线

（三）锤子线（图12－4）

锤子线的开盘价和收盘价接近，同时有较长的下影线，形似一个锤子。这种K线显示出日内有一个较大的跌势，但最终拉起并收复失地。这种K线常常预示了顶部行情将要反转，如2015年牛市的末期，表现出上涨乏力，有资金出逃的现象。

（四）射击线（图12－5）

射击线类似锤子线，但是下影线改成了上影线，形似向上射击的动作。这种K线显示了日内有一个强力的上攻，但最终被空头反扑。这种K线预示了底部行情将要反转，如2014年的牛市初期，表现出空头有被多头试探突袭的态势。

（五）十字星线（图12－6）

开盘价几乎等于收盘价，K线实体成为一条横线，同时有上下影线，则成为了星状的K线，表现出多空双方平分秋色的态势，如2016年的震荡市，预示后续行情将持续横盘，市场情绪保持低迷。



图12－4　锤子线　　图12－5　射击线　　图12－6　十字星线

表 12－1 简要地概括了上述结论，读者应当熟记。

表 12－1 常见单根 K 线图形及意义

类型	图形	意义
光头光脚大阳线		全天完全上涨，预示后市仍将上涨
光头光脚大阴线		全天完全下跌，预示后市仍将下跌
锤子线		先下跌后涨回，预示行情反转
射击线		先上涨后跌回，预示行情反转
十字星线		涨跌持平，预示市场情绪低迷

四、K 线组合的分析

这里主要介绍几个著名的 K 线组合。K 线组合中，往往后面的 K 线比前面的 K 线更重要，这是显而易见的，因为越近的信息越有价值。读者可以从以下分析中学习。

（一）看跌吞没（图 12－7）

一般也称乌云线，先是一根阳线，后接一根大阴线，表现出市场上涨后又重新跌回，如 2015 年牛市末期，预示后续行情比较悲观。

（二）看涨吞没（图 12－8）

先是一根阴线，后接一根大阳线，表现出市场下跌后又重新涨回的态势，如 2014 年牛市初期，预示后续行情比较乐观。



图 12－7 看跌吞没　　**图 12－8 看涨吞没**

（三）黄昏星（图 12－9）和启明星（图 12－10）

若在看跌吞没的两根 K 线中间加入一个十字星线，则成黄昏星，表现出市场上涨后，无力持续处于高位，转而下跌的态势，预示后续下跌的行情。反之，在看涨吞没的两根 K 线中间加入一个十字星线，则成启明星，预示行情上涨。



图 12－9　黄昏星　　　　图 12－10　启明星

（四）盘整（图 12－11 和图 12－12）

首先是一个大阳线或大阴线，后续紧接着一串较小的 K 线，表示市场正在消化前期的涨幅或者跌幅，经横盘整理后，将大概率地继续沿着最初的趋势运行。



图 12－11　盘整上涨　　　　图 12－12　盘整下限

表 12－2 简要地概括了上述结论，读者应当熟记。

表 12－2　常见 K 线组合图形及意义

类　　型	图　　形	意　　义
看跌吞没		先涨后跌，预示后市下跌
看涨吞没		先跌后涨，预示后市上涨
黄昏星		第一天上涨，第二天整理，第三天下跌，预示后市下跌
启明星		第一天下跌，第二天整理，第三天上涨，预示后市上涨
盘整		整理消化前期的波动，后续将继续沿着前期的方向运行

第三节　常见技术指标

一、技术指标概述

第二节中讲到K线为市场价格的统计量，它提取了市场价格中较重要的四个价格作为信息供技术分析者进行研究。这一节中所讲的技术指标是K线的统计量。它从K线中，即各个时段的四个重要的价格中提取信息，以供技术分析者进行研究。技术指标是从市场价格中再次提取的信息，因而相比于K线，技术指标需要更多的数学运算。这一节中主要介绍移动平均线（Moving Average），平滑异同移动平均线（Moving Average Convergence Divergence，MACD），布林带（Bollinger Bands）等常见的技术指标。和第二节的K线形态分析一样，本节内容以统计理论为基础，希望读者能够自行通过软件对这些技术指标的性质进行检验。本节的技术指标，也以日为基本单位。

二、移动平均线

移动平均线，简称均线，是证券期货市场上最常见、最简单的技术指标。下面给出均线的计算公式。

$$\mathrm{MA}_t(n)=\frac{P_t+P_{t-1}+\cdots+P_{t-n+1}}{n}$$

其中，MA代表均线；P代表收盘价；下标t代表第t日；n代表均线的周期（后续公式中的P、t、n等的含义与此同）。由公式可知，第t日的n天均线表示：以第t日开始往前推n天，这n天的收盘价的均值。统计学中的均值代表了一组数据的平均水平，应用于股价的技术分析，n天均线则表示了过去n天内的平均价格。

现在考虑用一条均线来判断行情（图12-13）。当股价高于n天均线时，比如当股价



图12-13　用一条均线判断行情

高于 20 天均线时，表示当前的股价是高于过去 20 天内的平均价格的，即股价相对于过去的 20 天产生了上涨的趋势。那么，根据趋势跟踪策略的原则，技术分析者可以在股价上穿 20 天均线时购入股票；若股价低于 20 天均线，则可以卖出。

再考虑用两条均线来判断行情（图 12－14）。当 n 天均线高于 m 天均线时（$n<m$），表示过去 n 天内的平均价格高于过去 m 天内的平均价格。读者也可以自己尝试证明，它也表示过去 n 天内的平均价格高于在 n 天之前的（$m-n$）天内的平均价格。



图 12－14　用两条均线判断行情

相比使用一条均线，技术分析者根据两条均线来判断趋势，可以得到更可靠的结论，但是入场点可能比较晚，会损失趋势前期的利润。如何取舍，需要投资者斟酌。

三、平滑异同移动平均线

平滑异同移动平均线是计算两条均线的差值，并用这个差来指导技术分析者进行买卖点的选取。下面给出平滑异同移动平均线的计算公式。

$$\mathrm{MA}_t(n)=\frac{P_t+P_{t-1}+\cdots+P_{t-n+1}}{n}$$

$$\mathrm{MA}_t(m)=\frac{P_t+P_{t-1}+\cdots+P_{t-m+1}}{m}$$

$$\mathrm{DIF}_t=\mathrm{MA}_t(n)-\mathrm{MA}_t(m)$$

$$\mathrm{DEA}_t(k)=\frac{\mathrm{DIF}_t+\mathrm{DIF}_{t-1}+\cdots+\mathrm{DIF}_{t-k+1}}{k}$$

$$\mathrm{MACD}_t=2\times(\mathrm{DIF}_t-\mathrm{DEA}_t(k))$$

平滑异同移动平均线的构造方法：先计算两条均线的值，分别为短期均线和长期均线（$n<m$），用短期均线的值减去长期均线的值得到 DIF 的值，再对 DIF 求它的移动平均，得到 DEA。在使用时，往往会在 DIF 上穿 DEA 时买入，并称穿越点为金叉；反之则卖出，称为死叉。MACD 表示 DIF 与 DEA 的差再乘以 2。乘以 2 的目的是为了在屏幕上更清晰地显示这一指标。当 MACD＞0 时买入，反之卖出，这和所谓金叉、死叉的操作模式是完全一致的。

平滑异同移动平均线的用法看上去和均线非常相似：均线的使用方法是当股价上穿股价的均线时买入；同样的，平滑异同移动平均线的使用方法是当 DIF 上穿 DIF 的均线（也就是 DEA）时买入。DIF 作为短期均线和长期均线的差，可以认为是对股价做了一次特殊的差分，表示股价的上涨或下跌的速度。换句话说，均线的作用是发现股价的上涨，并对股价的上涨进行跟踪；平滑异同移动平均线的作用则是发现股价的增速的加快，并对股价的增速进行跟踪。

对比两者的特点，可以发现平滑异同移动平均线是一个更灵敏的指标，因为增速的变动会比增量的变动来得更早，所以平滑异同移动平均线往往能给投资者带来更早的（可以认为是更好的）入场点或出场点。但是平滑异同移动平均线的缺陷也在于此，它会产生较多的交易信号，其中会有较多的假突破，也会使投资者的交易成本更大。

四、布林带

布林带，由美国技术分析师布林（Bollinger）发明，故称布林带。布林带是一种通道线，计算公式如下。

$$\mathrm{MA}_t(n)=\frac{P_t+P_{t-1}+\cdots+P_{t-n+1}}{n}$$

$$\mathrm{STD}_t(n)=\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n}(P_{t-i+1}-\mathrm{MA}_t(n))^2}{n-1}}$$

$$\mathrm{UPPER}_t=\mathrm{MA}_t(n)+2\times\mathrm{STD}_t(n)$$

$$\mathrm{LOWER}_t=\mathrm{MA}_t(n)-2\times\mathrm{STD}_t(n)$$

布林带由三条线构成，中间的线即均线，再计算得到期内的股价的标准差 STD，用均线加减两倍标准差，最终得到上下两条通道线 UPPER 和 LOWER，如图 12-15 所示。



图 12-15　布林带示意图

布林带的基本思想：股价的运动轨迹，大概率会在两条通道线之内。在概率统计中，标准差被用于衡量样本的离散程度，数据越分散，标准差越大，反之亦反。因此，用标准差来构造一个通道是合理的。并且，正态分布的 0.975 分位数为 1.96，这里近似取 2，实际上是对股价做了一个 95%置信度的区间估计。

于是可以得出布林带的使用方法：若股价突破了这一通道，可以认为是发生了几乎不可能的事情，这时可以逆向操作，以希望股价回到均线附近。比如股价突破下轨，则买入；股价突破上轨，则卖出。

投资者也可以做出和上述交易完全相反的操作，即在股价突破上轨时买入，在股价突破下轨时卖出。其思想是认为布林带所做的区间估计发生了错误，认为市场估值发生了变化，不再满足于过去的均值，也就是发生了趋势性的行情，才导致了股价对通道的突破。那么，投资者就应该顺应趋势进行交易。

以上两种策略往往不能同时可行，还需投资者择时取舍。

第四节　通过软件完成技术指标的可视化

一、活用行情软件

现在，大众投资者已经不再需要到证券公司去查看股票行情，在自己家中就可以查看资讯。通过东方财富等行情软件，投资者可以清晰地查看自己需要的股价历史信息。本节以东方财富为例，介绍如何使用软件来完成K线和技术指标的可视化。因为K线是行情软件提供的基础服务，所以不必展开细讲，读者直接在软件上查看即可。下面讲述一些常见的技术指标的可视化方法。

二、均线

一般的行情软件是这样把信息分配在屏幕上的：在屏幕上方的大半部分是主图，包括K线，以及和K线叠加在一起的技术指标，如均线（它被称为主图附属指标）；在屏幕下方有一个或多个（可以根据投资者的需要自行增减）副图，摆放一些如成交量之类的指标。

以东方财富为例，打开软件就已经可以看到K线和均线的图示，投资者需要做的仅仅是调节均线的参数。

在屏幕右上角单击设置均线的下拉图标，弹出下拉菜单，选择“设置参数”选项即可调整均线的参数，如图12-16所示。

其中已经默认设置了常用的均线参数，投资者可以自行修改参数，并勾选显示几条均线。

三、平滑异同移动平均线

平滑异同移动平均线是一种副图指标，在东方财富软件中，一般默认显示主图指标为K线，副图指标为成交量，投资者需要单击图12-17右下角的“加指标”按钮来添加平滑异同移动平均线。

之后弹出公式管理器，如图12-18所示，选中“MACD平滑异同平均（系统）”并单击“确定”按钮，即可添加平滑异同移动平均线。

同样的，单击加指标左侧的“改参数”按钮即可调整平滑异同移动平均线的参数，读者可以自行尝试一下。



图 12－16　参数设置示意图



图 12－17　加指标示意图



图 12－18　添加平滑异同指标图

四、布林带

布林带和均线一样，是一种主图附属指标。它和K线是叠加在一起的。投资者可以在副图底下的一行技术指标中单击BOLL按钮，把均线切换到布林带，如图12-19所示。



图12-19　查看布林带

投资者可以右击主图，在弹出的快捷菜单中选中“设置技术指标＜BOLL＞参数”选项，即可修改布林带的参数。

读者可以自行尝试单击副图中的“加指标”按钮来添加其他技术指标，或者尝试单击副图底下的一行技术指标来进行技术指标的切换。了解了技术指标的可视化方法，投资者可以较轻松地选择适合自己的技术指标来进行技术分析。

本章小结

技术分析是一种入门简单，深入却有难度的分析方法，并且也是一种容易受到非议的分析方法。如果读者有心学习技术分析，一定会面临很大的困难。定量技术分析是一个较好的研究方向，它与量化投资紧密相关，建议读者在掌握本章技术分析的基础之上，学习一定的数学知识，再深入学习概率统计课程并学会使用数据分析软件。融合数理知识和证券市场知识，并借助数据分析软件，将知识应用于实际操作中去，还需要读者上下求索。

问题与应用

1. 试说明技术分析的三大假设。
2. 为什么股票指数相比个股更适合使用技术分析？
3. 试记诵本章的表格。
4. 试根据技术指标写出一个简单的量化交易策略。

第十三章　量化投资

学习目标

1. 了解量化投资的概念与特点。
2. 了解主流量化投资方法。

内容预览

本章主要介绍量化投资的基本概念、国内外发展历程、实际运用现状、主流量化投资策略。

第一节　量化投资概述

一、量化投资的定义

量化投资是一种以大量投资数据为样本来构建复杂的策略模型，通过数量化方式构建合适的数学模型与公式，并通过编写计算机程序，研判金融产品的未来收益与风险，以程序化实现买卖指令从而实现投资的交易模式。

量化投资策略的优越性在于其强大的计算机系统可以利用大量相关投资数据的组合建模，在短时间内构建多种投资品种的组合策略，通过纯程序化下单指令捕捉更多交易机会实现交易策略，避免主观因素对交易产生负面非理性影响。

量化投资包括从选股、择时、风险控制到程序下单交易整个投资过程，涉及计算机知识和数学知识。其实质是将投资思路通过设定的指标、参数体现在量化模型上，并通过计算机系统自动下达指令进行买卖操作。因此量化投资的关键在于建立一个好的量化模型。

二、量化投资的内容

量化投资的主要内容包括量化选股、量化择时、统计套利、高频交易等。

量化投资策略主要分为判断趋势类（量化选股、量化择时）和判断波动率类（股指期货套利、商品期货套利、统计套利、期权套利）。具体策略构建方法如下：根据大量投资数据研判是否值得投资的量化选股；基于模型在可控的误差内预测二级市场价格走势的量化择时；利用股指期货对应现货价差实现交易获利的股指期货套利；利用商品价格波动到价差的回归性这部分价格回归区间，扭曲价差稳定收益的商品期货套利；利用历史有价证

券价格数据分析规律进行统计套利；程序根据预设策略发出交易指令的算法交易；投资组合中大类混合资产管理策略。

三、量化投资的发展历程

（1）量化投资在国外的发展概况。量化投资产生于20世纪70年代末，并很快在全球范围内成为主流投资方式，超过80%的国外机构投资者均已采用量化投资策略进行证券市场的投资，并取得相当突出的成绩。20世纪80年代起，期权期货等金融衍生品种类日益丰富，交易体量急剧上升。国外监管放松促进了算法交易、高频交易等发展，允许股票多地交易，一系列监管方面的改变迎合了量化投资交易的飞速发展。量化投资的技术要求远超于传统投资，其中交易技术在量化交易中占据重要地位，成熟的交易系统已进入微秒级时代。

（2）量化投资在国内的发展概况。自2004年国内第一支量化概念的主动型基金——光大保德信量化股票诞生以来，我国量化投资已经经历了十多年的发展。但是由于国内市场缺乏完善的做空机制，在2010年股指期货出现之前，国内并没有真正意义上的量化投资，即使有少量的量化投资策略，也承担了大量的市场风险。

量化投资在我国已逐渐从试水进入主流基金产品线，交易策略逐渐趋向多元化。2010年4月后，随着股指期货的发展和各方面制度的不断完善，掀起了一股量化产品发行热潮，各大基金公司、证券公司、私募都纷纷推出各自的量化产品。

2013年开始中国证监会等监管部门持续向社会公开征求意见，不断放松对证券公司资管行业的监督，使得各大机构资产管理规模不断扩大，量化投资随之进入加速发展期。

四、量化投资的优势与缺陷

（一）优势

基于大量投资数据的量化投资策略可以更准确地分析市场信息，使得交易决策更系统和有效。在交易速度上，量化投资具有巨大优势，多个金融产品组合的下单交易在秒级时间内能够得以完成，几个交易周期则在分级时间内完成等。量化投资策略良好的理性可以克服主观策略中人性的弱点，使投资更加稳健，体现出量化投资突出的纪律性、系统性、及时性、准确性和分散化等特点（表13-1）。

表13-1 量化投资的特点

特　点	主要内容
纪律性	纪律性是指量化投资模型的策略可以得到更严格的执行。纪律性体现在投资逻辑的量化过程中。每一个量化投资的决策，从个股、行业到大类资产配置等，都是建立在量化模型之上的，而量化模型则由大量的基础数据或再加工数据、实证检验等支持，其过程非常严谨和理性，从而可以带来更多的经济利益

续表

特 点	主要内容
系统性	系统性是指产品在投资覆盖范围上的特点，主要包括投资数据的采集整合、多角度观察所构建的量化模型。通过投资逻辑的数量化建模，将数据运算、判断等工作全部交给计算机处理，信息处理能力方面的瓶颈得以顺利突破，能够去捕捉更多的投资机会。多层次的量化模型主要包括大类资产配置模型、行业选择模型、精选个股模型等，覆盖投资配置的各个层面。多角度构建模型包括对宏观经济、相对估值、盈利质量、市场情绪等多个角度的分析
及时性	及时性是指量化投资策略能够迅速地更新自身模型以适应市场的最新情况，在交易时实时捕捉分析市场最新数据，若市场情况符合预设条件则自动下达开仓指令，从判断到指令下达时间的时效性极高。辅以投资经理对量化参数的调整、修正，使得模型有效适应市场的最新变化，从而尽快地实现经济利益的最大化或损失的最小化
准确性	在有效市场中，错误定价的幅度往往非常有限，因此需要全面系统地扫描错误定价，对量化投资策略的准确性提出非常高的要求。以股指期现套利为例，股指期货和现货之间的价差在扣除交易成本后往往只需要非常小的差额就可以开仓进行操作，然后通过频繁的操作将这些微小的投资机会累积，成为可观的盈利
分散化	分散化投资可以有效地控制风险，因为其较传统投资方式而言，在覆盖的范围上有明显优势，所以其所构建的投资组合中包含的投资标的数量往往要远大于传统定性投资策略所构建的投资组合。分散化程度的差异主要在于股票的投资数量，量化选股的基金通常能通过分散化投资达到更高的风险控制水平

（二）缺陷

从模型的结构来看，其参数因子具有相似性：估值因子、成长因子、动量因子、反转因子等常见因子直接影响模型的有效性及流动性问题。由于历史数据对价格未来走势并不具有绝对的参考性，因此量化投资在数据回测的模型优化阶段容易产生过度拟合的问题，需要不断适应市场更新自身策略。一旦外部环境发生某些重大事件，如政治、经济环境上的重大变化及各类突发性事件等，策略的有效性很可能就会受到影响，导致策略迅速失效。回测只可以证明所设计的交易策略在过去的表现，在应用层面需要根据最新的市场情况进行不断的优化和改良。

五、量化投资的发展现状

由于我国A股市场缺乏股票做空机制，外加附带各种交易系统的交易结算限制，量化投资系统的开发应用未能大展拳脚；但随着股指期货、融资融券等金融衍生工具的出现，量化投资在我国金融市场的投资交易中得到了持续性发展。

目前现有的采取量化投资策略的产品主要有产品规模小、策略缺乏多样性、业绩表现分化等不足。

从投资者的市场构成来看，国内市场的投资者构成与成熟的国外市场存在本质上的差异，并且国内机构投资者所占比例远低于国外市场。而且，国内政策环境对于量化投资与程序化交易存在各类（持仓、交易频率）限制，因为政策监管需要在一定程度上保持交易的公平性，保护中小投资者。

政策动向：2017年股指期货松绑。

2017年2月16日，中国金融期货交易所公告称，自2月17日起，股指期货日内过度交易行为的监管标准从原先的10手调整为20手，套期保值交易开仓数量不受此限；自2月17日结算时起，沪深300、上证50股指期货非套期保值交易保证金调整为20%，中证500股指期货非套期保值交易保证金调整为30%（三个产品套期保值持仓交易保证金维持20%不变）；自2月17日起，沪深300、上证50、中证500股指期货平今仓交易手续费调整为成交金额的万分之九点二。

股指期货松绑后，保证金下调，资金利用率得到提升；股指期货放开后，贴水（远期汇率低于即期汇率）回升，收益也就随之增加；股指期货市场的流动性增强，量化投资策略期货换月的交易成本随之降低；市场提升了资金容量。

国内上市公司基本面数据的掺假与市值维护团队的存在使股价长期脱离基本面，这会导致量化投资策略的失效。财务数据是否造假往往需要专业财务稽查人员进行核查，导致构建量化投资策略的基本面数据来源本身存在失真的问题。市值维护团队的存在，帮助利益相关者保持股价维持在可控范围内，这也是导致量化投资策略无法生效的重要原因。在国内非强有效的市场之下，股票估值存在重大偏差或其股价长期脱离基本面，各类财务数据造假，利润腾挪，人为干扰因素极大，使基本面数据相对更加模糊，单纯基于股票基本面数据所构建的量化模型会由于其本身数据的质量问题而产生大幅度偏差，使其具有极大局限性。

政策市下的市场热点风格偏好变化速度加快、消息面与突发监管政策对市场的影响都是市场重要的影响因素，而这些因素难以用常规的量化手段予以分析，因而给量化投资策略的市场使用带来极大阻碍。从量化产品所占理财资金的比例和量化投资方法的多少、量化投资策略思想等多个角度都可以看出我国量化投资相较于国外成熟市场还有相当的差距，未来仍具有巨大的发展空间。

第二节 量化投资策略分类

一、量化指标的选择标准和种类

（一）量化指标的选择标准

量化指标的选择标准通常需满足全面性、易得性、可测性、普遍性这四个方面的要求（表13-2）。

表 13-2 量化指标的选择标准

选择标准	主要内容
全面性	量化投资策略所选取的指标需要能够尽量全面地反映公司的情况。要从各个方面选取评估指标，如估值类指标、成长类指标、盈利类指标、偿债能力指标等，使候选因子能够从上市公司的成长性、价值型、行业性等多个方面衡量公司的情况
易得性	选取分析指标时需考察该投资数据的可获得性，如果有些指标和股票收益具有很高的相关性，但是相关数据无法较简单地获取，也不能把其列为候选指标
可测性	所选取的指标需要进行量化，以使该指标可以将不同行业、不同公司的情况进行对比
普遍性	将不同行业公司进行对比并筛选出合适的股票提取其共同特性。如果指标不具有普遍性就无法运用该指标对大量的股票进行筛选

（二）量化指标的种类

1. 宏观类指标

量化指标的宏观类指标包括 GDP、采购经理人指数和行业生命周期（表 13-3）。

表 13-3 量化指标的宏观类指标

宏观类指标	主要内容
GDP	GDP 是指在一定时期内，一国或地区经济中所生产出的最终产品和劳务的价值，是国民经济核算的核心指标
采购经理人指数	采购经理人指数以 50 为荣枯分界线，当指数大于 50 时，说明经济增长；反之说明经济衰退。由于该指标发布时间早于政府其他相关经济报告，因此该指标对预测宏观经济的走势更具及时性和预测性
行业生命周期	行业生命周期分为四个阶段：初创阶段、成长阶段、成熟阶段和衰退阶段。每一次经济转型升级都是行业生命周期的体现。行业生命周期的轮动对其对应行业的股票会产生相应的影响

2. 基本面指标

量化指标的基本面指标包括估值类指标、成长类指标、盈利类指标和偿债能力指标（表 13-4）。

表 13-4 量化指标的基本面指标

基本面指标	主要内容
估值类指标	常见的估值类指标有市盈率、市净率、每股收益等相关指标，但是这些指标适用的企业有所不同。比如成长类的公司往往由于规模的扩张导致相关管理费用比较高，此类公司的盈利暂时可能为负，但是其销售增长较快，每年营业收入较高，所以采用市盈率不能完全反映成长类公司的价值。企业采用何种指标需要结合行业的具体特点进行判断

续表

基本面指标	主要内容
成长类指标	成长类指标用以衡量公司未来发展前景，具有高成长性公司的股票会给投资者带来更多的预期收益。常用的成长类指标有总资产增长率、主营业务收入增长率、主营业务利润增长率、净利润增长率等。关于市值与股本，经验表明，中小市值的股票往往表现出更高的成长性
盈利类指标	盈利性是一个公司质量优劣的直接体现，盈利性高说明公司可以为投资者带来更多的收益。常见的盈利类指标有净资产收益率、净利润、扣除非经常性损益后的净利润、每股收益等。此类指标的缺陷在于部分情况下无法反映企业真实的财务状况，因为根据会计准则，企业在编制某些会计科目如折旧摊销时具有一定的主观性，所以其数值本身也可能存在虚假的情况，造成投资判断失误
偿债能力指标	偿债能力是指企业用其资产偿还长期债务与短期债务的能力。若公司资产负债率明显超过行业同类公司，说明该公司具有较高的投资风险。常见的偿债能力指标有资产负债率、速动比率、流动比率、应付账款等。其中资产负债率衡量的是企业长期债务状况，应付账款衡量的是企业短期债务情况

二、量化选股

量化选股是指利用构建数学模型，综合各类选股因子构建股票组合的投资行为。量化选股需要综合考虑基本面因素、宏观经济数据、行业发展状况、市场活跃程度等。量化选股主要分为基本选股和市场行为选股两种方式。

量化选股的流程可以分为三个步骤（表 13－5）。

表 13－5　量化选股流程

步　　骤	主要内容
综合考虑基本面因素	主要包括宏观经济走势、行业发展周期、公司基本面数据、股价活跃程度、市场投资情绪、资金流向等
构建选股策略	如主成分分析、聚类分析、多元回归等方法处理获得的各类数据得到合适的筛选机制
输出筛选结果	在筛选的最合理股票中进行选择

量化选股策略见表 13－6。

表 13－6　量化选股策略

策　　略	主要内容
多因子	找出对股票价格存在显著影响的因子，再使用这些有效因子选出符合标准的股票，并构建投资组合，持有获利。多因子选股模型的因子有效性检验主要有打分法和回归法两种。打分法就是根据各个因子的影响显著性对个股评分，然后加权计算得到一个总分，根据总分反向对股票进行排序。回归法就是用过去的股票收益率对多因子进行回归，再把最新的因子值代入回归方程得到一个对未来股票收益的预测，然后以此为依据进行选股。由于不同因子之间易产生重复性，因此需要及时筛出失效的冗余因子，而且市场环境的变化会导致有效因子迅速失效，需要对有效因子进行及时调整，对因子赋权、交易成本等进行持续改进

续表

策 略	主要内容
风格轮动	风格轮动是指股票市场中具有对立分类属性的股票池的走势相对强弱随市场状况变化而变化的现象，是指投资于某类具有共同收益特征或共同价格行为的股票，即某类投资风格很受欢迎，并且在某一个时间段内具有持续性和连续性。由于投资风格的存在，会产生风格动量效应，即在过去较短时期内收益率较高的股票，未来的中短期收益也较高；相反，在过去较短时期内收益率较低的股票，在未来的中短期也将会持续其较差的表现
行业轮动	行业轮动是利用市场趋势获利的一种主动交易策略，其本质是利用不同投资品种强势时间的错位对行业品种进行切换，以达到投资收益最大化的目的。行业轮动策略的有效性原因是很多行业在不同经济周期表现差异较大，故在不同经济条件下，进行合理的行业配置会获得更大收益
动量反转	动量效应是指在一定时期内，前期表现良好的股票或投资组合在未来一段时期内会延续其良好表现。而反转效应则是指在一定时期内，表现较差的股票或投资组合在未来一段时间内由于恢复均值的需要，预期未来表现会较好。即前者是一种类似的惯性作用，后者是一种否极泰来
一致预期	股票分析师对股价一致看好或看空一定程度上反映了该股票未来的大体走势。因为这是其对个股的财务状况、管理能力及突发事件影响等各方面进行了数据跟踪和实地调研后得出的一致预期，与公司股价回归合理市场价格之间存在一定的内在联系

三、量化择时

择时交易是指利用某种方法来判断总体趋势，是上涨还是下跌或者是盘整。如果判断是上涨，则买入持有；如果判断是下跌，则卖出清仓；如果判断是震荡，则进行高抛低吸。这样可以获得远远超越简单买入持有策略的收益率，所以择时交易是收益率最高的一种交易方式。但是由于大盘趋势与宏观经济、微观企业、国家政策、国际形势等密切相关，准确判断大盘走势具有相当的难度。简而言之，可以概括为利好是可能的危机，利空是隐藏的机遇。

四、统计套利

（一）统计套利的概念

统计套利是基于统计学和计量经济学，挖掘两个及以上资产之间在历史交易数据中价差变化规律存在的套利机会，通过识别资产组合内部统计错误定价关系，设定交易阈值，构建计量模型，预测未来价差变化，利用程序自动发出交易指令并执行的过程。其实施前提要求套利对象之间存在一定的相关性。在所构建投资组合的品种价差偏离价差均值时，即出现了套利机会。

(二) 统计套利的原理和思想

统计套利的原理和主要思想建立于由夏普和亚历山大首次提出的传统无风险套利，但是却没有对风险严格要求为零，而是一种主动承担部分风险去获得较大利润的思想；在市场失灵导致价格产生偏离时，实施套利交易，依靠数理模型来保持其长期稳定盈利。统计套利的主要风险在于历史统计规律在未来是否持续有效。因为统计套利产品设计中通常直接将风险因素作为建模的输入变量，所以统计套利通常具有市场中性，产品收益与市场走势基本无关。

五、高频交易

(一) 高频交易的概念

高频交易借助强大的计算机软件，通过预设的程序，在极短的时间内寻找套利空间，自动实现大量交易指令，并通过持续交易从极小的价格波动区间累计获得可观盈利。通俗地说，就是一种积少成多的盈利策略。

高频交易根据预设方案自动制定决策、委托下单、执行成交，因而能捕捉极短的交易机会。自动交易使得其交易指令下达速度极快，直连交易所则极大地减少了系统信号迟延。因高频交易往往交易资金量巨大，通过在极微小的区间波动中频繁下单可以获得累计的持续性盈利。

(二) 高频交易的分类

1. 流动性回扣交易

流动性回扣交易是指交易所为那些对市场创造流动性的证券公司提供一定的交易费用回扣，无论是买单或卖单，只要完成交易即向提供该流动性的证券公司支付回扣佣金，同时向利用该流动性进行交易的证券公司征收更高的费用。

2. 猎物算法交易

猎物算法交易是基于股价变动历史而设计的。该策略通过制造价格来诱使投资者提高买入价格或将降低卖出价格，从而锁定利润。

3. 自动做市商交易

做市商的主要功能即为市场提供流动性。与普通做市商一样，自动做市商高频交易者通过向市场提供买卖订单来提高流动性。不同的是，他们通常与投资者进行反向操作。

(三) 高频交易在我国的发展现状

在高频交易探索市场价格形成与达到市场价格的交易撮合过程中，高频交易者需要找到手续费低廉、流动性充足、交易对手合适的交易品种。

我国为保持机构投资者与中小投资者的交易公平性，在资本市场交易规则上很大程度限制了高频交易。A 股的 T+1 机制使其无法直接以股票为标的资产；即使在期货市场，

高频交易也受到种种限制，如仓位规则。但在可预期的未来，随着国内金融衍生品市场的不断发展、推广，高频交易会得到一定程度的运用。这种可能的未来，将会给未来市场带来更多的机遇和挑战。

期货市场是高频交易最适合的平台。其中股指期货因其T+0机制、低手续费、保证金交易、可进行卖空、便于组合管理与套利交易的特点，是当前国内市场高频交易的主要投资品种。这种主要投资品种的现状仍然会保持很长时间。

本章小结

量化投资在全球范围内已成为成熟市场的一种主流投资方式，基于其优势和缺陷，在国内的应用仍具有有一定的局限性。

量化投资策略主要分为判断趋势类和判断波动率类。量化指标有宏观类指标和基本面指标。量化选股主要策略有多因子、风格轮动、行业轮动、动量反转、一致预期等。

问题与应用

1. 如何看待量化投资在国内市场运用的局限性？
2. 简述量化选股与量化择时各自的优势。

第十四章　证券投资风险控制

学习目标

1. 明确证券投资中风险的含义和特点。
2. 学会识别不同类型的风险，理性认识“高风险高收益”。
3. 了解低风险投资的理念及相关应用实践。
4. 了解复利在投资中的重要意义。
5. 了解对冲的概念及在证券投资中对冲思维的重要性。
6. 理解风险之于投资的意义。

内容预览

本章主要通过全面地介绍证券投资中的风险的概念、特点，使读者对风险有具体、全面的认识。在认识风险的基础上，本章还介绍了包括低风险投资理念和对冲等控制风险的投资理念及投资手段。希望通过本章的学习，投资者树立正确的投资意识，提高投资成功率。

第一节　证券投资风险基本知识介绍

一、证券投资风险的定义与特点

（一）证券投资风险的定义

进行任何投资都要考虑其风险。

风险的定义是复杂多样的，传统的定义是“风险是损失的不确定性”，侧重于损失。随着人们对风险认识的进步，当代对风险的认识不只停留在造成经济损失的风险，已开始研究可以带来收益的风险。换言之，如今对于风险的定义不仅仅是关注本金端的不确定性，而且开始关注收益端的不确定性。所有可能造成不达预期收益的因素都可以称为风险。

证券投资风险是指投资者在证券投资过程中遭受损失或达不到预期收益率的可能性。

（二）证券投资风险的特征

证券投资风险作为一种风险，在具备了一般风险特征的同时，也有其自身特有的特征。

1. 客观存在性

证券投资风险是客观存在的。在证券市场的投资活动中，人们通常所说的“风险防范”，就是在承认证券投资风险客观存在的前提下设法规避和降低风险。

2. 可测度性

尽管证券投资风险具有不确定性，但我们仍然可以通过一定的方法来对其大小进行测度。从统计学的角度来看，证券投资风险是实际收益与预期收益的偏离程度。偏离程度越高，风险越大；偏离程度越低，风险越小。同时，我们可以运用一定的统计方法对收集的历史数据进行计算，从而实现这种偏离程度的量化。

3. 相对性

证券投资风险是相对的，由于投资者对风险偏好的不同，他们各自对风险也会采取不同的态度。风险承受能力强的投资者为获取高收益而敢冒高风险，风险承受能力低的投资者为避免风险而宁可选择低收益。因此，某一程度的证券投资风险在某些投资者看来很高，而在某些投资者看来很低。

4. 危害性

虽然证券投资风险会给投资者的实际收益带来一定的不确定性，但涉及可能发生的损失和收益与投资者的预期偏差过大时，证券投资风险就具有一定的危害性。比如投资者盲目追涨或错误决策常常会导致大规模的本金损失。而且，证券市场风险过度扩大也会影响整个国家的金融稳定，引发经济危机进而影响国家整体的稳定与繁荣。

5. 可防范性

尽管证券投资风险是客观存在的，同时又带有不确定性，甚至达到一定程度后更具危害性，但我们仍然可以采取一定的方法来防范和规避证券投资风险，尽可能避免或减小风险带来的损失和危害。投资者应树立正确的投资理念，增强风险意识，借鉴现代投资组合理论，利用分散化投资来降低投资组合的风险。

二、风险识别

风险的产生来源是多种多样的，因此识别风险的能力对于投资来说至关重要。对于风险识别不到位，缺乏足够应对措施，是造成损失的重要原因；而过度强调风险则容易错失投资机会，影响最后的投资收益。优秀投资者与普通投资者的区别之一就是能合理识别风险。风险识别可以分为客观层面与主观层面两个维度。

（一）客观层面

客观层面的风险是不以投资者自身意志为转移的风险。客观层面的风险可以进一步解剖为以下几个因素。

（1）国家政治与安定层面。即国家及所在区域有政治动乱、战争、瘟疫与社会动荡混乱的可能。此类风险往往具有全面伤害性，严重影响生产生活与具体的经济活动，一旦此

类事件存在即使仅仅是发生预期存在，往往也会率先引发资本市场抛售。

（2）国家宏观经济层面。国家宏观经济是一国经济情况的总体表示，宏观经济情况会导致众多宏观经济政策的调整。国家宏观经济层面对于股市一般不会有直接的影响，而且宏观经济层面的变化往往缓慢不易察觉，可是一旦发生性质变化则是难以抗拒的趋势性。例如，当市场无风险利率上行时，往往会挤压股票的估值。

（3）股市监管政策层面。中国证券市场是基于中国特色社会主义市场经济建立的，中国证监会等相关领导部门的决策对于市场运行有举足轻重的作用。例如，中国证监会监管审批各类资本运作事项，是目前证券市场运行规则最大的制定者，其决策变化常常会直接影响市场内投资者风险偏好，影响整个市场的生态。投资者应当对政策层面可能的变化做到心里有数，并有相应应对措施。

（4）流动性风险。将资产变成现金的潜在困难会造成投资者无法及时变现收益。一种标的资产在不做出大的价格让步的情况下卖出的困难越大，则拥有该种标的的流动性风险越大。流动性风险常常发生在大盘剧烈调整时，这种情况逼迫投资者争相“跑路”，以大幅降低出售价格的方式卖出标的换取现金。在个股上，小流通值个股流动性风险常常较大，资金本身进出过程会引发价格较大波动。另外，持有股票一旦停牌，停牌期间无法卖出股票换取现金。投资者应该对可能停止交易的标的占用资金有所预期。

（5）其他交易对手及上市公司本身违规违法交易行为。中国证券市场尽管发展迅速，但是仍然会出现交易者参与“内幕交易”“操纵股价”“老鼠仓”等违规违法行为。上市公司“信息披露不到位”“虚假报表”“利用利好利空拉升打压股价”等一系列违反公平、公正、公开等市场参与基本原则的行为给投资者带来巨大风险。

（二）主观层面

主观层面的风险是指基于投资者自身主观认知不足与自身错误行为产生的风险。

（1）投资者自身对市场认知的缺乏。中国证券市场品种繁多，市场变化多端，相应也有许多复杂的规则。投资者如果缺乏相应的市场基础知识储备，容易被误导产生不必要的恐慌，也容易被利用做出错误的决策，造成不必要的损失。例如，对于分红除权不了解，单纯看股价和账面盈亏会误认为造成巨亏；对于分级基金的规则及折算原理不知晓，在即将“下折”时，明明有重大风险存在，但被短期波动迷惑，依然执意买入造成巨亏。此类基础知识缺乏造成损失的例子不胜枚举。

除了缺乏基础知识外，普通散户对于投资标的的认识往往不够全面，对其运行原理、财务状况、商业模式、估值高低缺乏理性的研判，往往都会导致决策失误，引发风险，造成损失。投资者常常由于认知不足，而高估了股票的安全边际、低估了可能的下跌空间。

（2）投资者自身操作心态紊乱。波动是证券市场天然存在的特性，特别在中国证券市场高速发展中，高波动率是一个重要特征。实盘中，许多投资者因“急功近利”追涨杀跌，怀有“一夜暴富”的幻想，亏损时“自我麻痹”不止损，盈利时“自大自满”忽视潜在风险等一系列不正确心态，最终都会影响投资者的每一笔操作。可以说许多投资者亏损的源泉都是不正确的心态，导致操作不理性，并且恶性循环，最终丧失投资主体性，迷失在证券市场中。

在即将进行一项投资前，投资者不妨对照一下是否有以上各层面提及的风险。

三、美丽的陷阱——高风险高收益之惑

巴菲特，这位有史以来最伟大的投资家秉持价值投资的理念，数十年如一日，创造出一个又一个的辉煌战绩。

巴菲特的精彩语录有很多，其中广为流传的是，Rule No. 1：Never lose money. Rule No. 2：Never forget rule No. 1.（第一条原则：永远不要亏钱。第二条原则：永远不要忘记第一条原则。）

但是到了中国资本市场，特别是A股市场，独特的涨停板与“T＋1”的共同作用，总是能出现连续涨停板的盛况。同样的，当暴跌到来时常常也是以连续跌停板的形式刺激人们的眼球。因此每一个刚到A股市场的投资者，总是要在如此巨大的财富波动中折磨自己的内心，毕竟谁不想一夜暴富呢。因此在A股市场诞生了以超短线追涨杀跌为生的“涨停板敢死队”。他们常常以短期傲人的战绩活跃于各种地方，其账户波动非常剧烈。他们标榜高风险高收益。

心理学里有“幸存者偏差”效应，是指我们总是只能看到经过某种筛选而产生的结果，而没有意识到筛选的过程，因此忽略了被筛选掉的关键信息。这种说法的别名有很多，比如“沉默的数据”等。

换言之，一将功成万骨枯。每一个成功的“高风险高收益”的成功者，背后其实站着无数个失败者。事实上，拉长时间维度来看的话，“高风险高收益者”极少有幸存到最后的，因为一旦失败，高风险可以让其万劫不复。

事实上，中小投资者在投资中基本处于弱势。首先，由于中小投资者缺乏交易经验，心态波动巨大，在操作高风险项目时极易造成操作走样，经常买在最高点，卖在最低点，K线的美丽多半与其无关。其次，中小投资者在信息、资金方面都处于弱势，大部分中小投资者是非专业人士，对于金融常识及公司公告的解读也处于劣势。股价的主力的行为是出于投资者的臆测。即便是K线技术分析，也常常都是主力故意“画图”诱惑其他投资者买入或卖出。到头来，所谓高风险高收益，盯着高收益参与投资，事实上承担的是更高的风险。因此演化到最后，局面就变成实际参与的是低收益高风险的投资。所以，对于风险要有敬畏之心，高风险高收益许多时候只是美丽的陷阱。

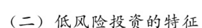
第二节　低风险投资概要

一、低风险投资的定义与特征

（一）低风险投资的定义

低风险投资指的是一种以高安全边际、低风险偏好为出发点的投资行为。

低风险投资的概念由来已久，从狭义来说，人们常常将银行存款、储蓄国债、人民币理财产品等作为低风险投资的代表。而本章主要讲述广义层面的低风险投资，侧重传播新型低风险投资的理念，不拘泥于具体的品种。



（二）低风险投资的特征

广义层面的低风险投资有如下特征。

（1）对于亏损极其厌恶，本金优先原则。低风险投资是本身处于风险偏好极低的投资行为，如果说相较于其他类型投资可以划定止损线，以一定亏损作为代价博取高收益，低风险投资对于本金可能出现的损失是尽量回避的，通俗说，低风险投资“赌性”低。

（2）低风险投资强调的安全边际常常是相对的，强调拥有比较优势。参与低风险投资常常以获得比较优势、相对低风险作为思考的切入点，倾向于获得一定“安全垫”的方式降低预期风险。例如，对于一个预期上涨的板块，低风险投资方式或许无法获得最大涨幅，但是假若不如预期上涨，甚至下跌，低风险投资方式至少会比其他方式不亏或者少亏。

（3）充分发挥复利优势。低风险投资每一笔交易都极难有“一夜暴富”的可能，但是低风险投资交易利润回撤少，极端情况下出现负收益总体也是可控的，拉长时间维度长期坚持低风险投资，最终可能取得较高的收益。

二、复利奇迹——为什么要选择低风险投资

收益与风险成正比，风险越低收益越低。这句话固然没错，但是事实上这句话固有的语境是针对单笔交易而言的，如果引入时间变量，利用复利的威力，也能做到低风险高收益。

复利效应指资产收益率以复利计息时，经过若干期后资产规模（本利和）将超过以单利计息时的情况。事实上，复利计息条件下资产规模随期数成指数增长，而单利计息时资产规模成线性增长，因此长期而言，复利计息的总收益将大幅超过单利计息。换言之，把投资者的收益曲线想象成一个指数函数，投资者要保证连续复利，尽管开始总是平缓，但是随着时间的推移曲线越发陡峭，最终会获得傲人的收益率（表 14－1）。

表 14－1　不同收益率下的 20 年总投资收益率

年收益率	20 年总收益率
10%	573%
15%	1 537%
20%	3 734%
25%	8 574%
30%	18 905%

2005 年，美国某大学教授欧斯默夫妇相继去世。当人们清理他们的投资财产时，发现他们有一笔资产已累积到 8.57 亿美元（后来全部捐赠）。两位普通的大学教授，为何有如此大的家庭财富储备？他们的财富从何而来？

原来，早在 1960 年，欧斯默夫妇以独到眼光把仅仅 5 万美元的积蓄交给巴菲特打理，并且一放就是 45 年。事实上，巴菲特的平均年化收益率大概在 22%左右，看起来并不是特别亮眼，但是难能可贵的是巴菲特坚持这个收益率长达几十年并且还在继续续写传奇。

很多人艳羡一次性暴富的神话，总是期待赚快钱、赚大钱。在投资过程中，大部分人嘴里念叨着高风险高收益，但往往对高风险认识不够。特别在A股市场这种高波动市场，连续涨停板不断勾起人们心中的参与欲。人们常常出于高收益进行投资，置身其中却只体会到高风险。

更重要的是，尽管投资者拥有极强的投资能力，但是在高风险高收益投资中，一次失误就足以葬送之前所有的努力。一次较大的回撤足以让投资者的收益从凤凰变回麻雀，并且一旦重大失误产生，对于下一次操作心态上会有巨大的负面影响。而从概率角度来看，失误是一定会发生的。

我们可以举一个简单的例子，低风险投资选手A，每年可以获得25%的收益率；而高风险投资选手B，每年可以获得50%的收益率，但平均每五年会失误一次（从历史数据来看A股平均每5年会有一次熊市），失误那年亏损50%。我们可以得到两位选手的收益曲线（图14－1）。

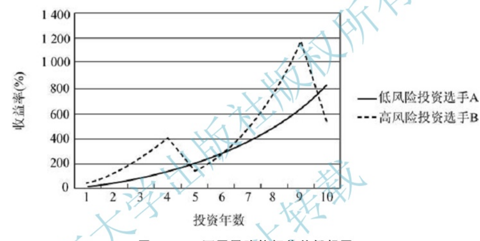


图14－1 不同风险偏好收益假想图

如此往复10年，高风险投资选手B最终还是输给低风险投资选手A。事实上，无论牛熊市，年收益率做到50%的投资者凤毛麟角，而在牛熊市转换时亏损50%的却比比皆是。

三、低风险投资与持仓管理

持仓管理简单来说解决两个问题，即在进行一项投资决策时，如何持仓及如何合理规划仓位高低。

（一）低风险投资持仓理念

1. 不要将所有鸡蛋放在一个篮子里

俗话说“不要将所有鸡蛋放在一个篮子里”，这是因为篮子一旦坏掉所有的鸡蛋都会破碎。即使有一个看似坚固的篮子，但是时间和资本市场的巨大不确定性，使得一个永不破落的篮子几乎是不可能的。因此对于低风险投资者而言，尽量避免满仓一个单一品种。对于投资而言，即使再小的风险一旦满仓风险也在放大，轻易满仓极其容易陷入被动，再高的风险分仓出击也是化解风险的好办法。

2. 持仓组合注意攻守的动态平衡

低风险投资中，配置组合对于整个组合收益有较大的影响。一般而言，可以根据品种

特色和风险偏好将资产分为以下三种。

（1）防御性资产，相当于足球场上的后卫，守护整个后防线。这类资产常常可以由现金和高评级债券组成，只要保证流动性和保证本金不亏损即可。这部分资产在股市大幅度下跌，市场行情极差时有很好的避险作用，并且可以保证足够灵活性，一旦行情转暖可以成为抄底的弹药。

（2）平衡性资产，相当于足球场上的中场。这类资产处在一种可攻可守的状态，收益率只要跑平板块市场平均收益率即可，涨跌往往只到市场同期中位数水平。这类资产如一些低信用高收益的企业债，一些跟踪大盘的 ETF 等。

（3）进攻性资产，相当于足球场上的前锋。这类资产以追求超额收益为目标，往往不可保底。典型的进攻性资产包括分级基金 B 类、股指期货、封闭式基金，以及热点板块的龙头股等。这类资产的特点就是和市场保持高度一致，并且其中一些带杠杆的品种甚至会超出市场的波动。

具体投资中，也要根据市场随时变化，灵活转化三类资产。假如行情向好的概率较大，可以适当减少防御性资产增加进攻性资产。当行情处于震荡阶段，未来方向不明时，可以将平衡性资产作为主要品种。当行情急转、急下时，应撤掉进攻性资产和大部分平衡性资产，转入防守性资产。总而言之，要善于将手里的投资标的进行风险识别与区分，观察市场、见机行事、灵活应变、进行合理配置。

（二）如何合理规划仓位高低

仓位是指投资者实有投资和实际投资资金的比例。投资者根据市场的变化来控制自己的仓位，是炒股投资非常重要的一个能力。如果不会控制仓位，就像打仗没有后备部队一样，会很被动。错误的仓位安排会出现看对不赚钱，看错亏大钱的情况。

下面介绍一些简单的仓位控制方法。

1. 三分制

三分制主要将资金划分为三等份，建仓的行为始终分三次完成，逐次介入。对于大资金来讲，建仓行为基于其对股价所处区域的判断，因此建仓是一个具有一定周期性的行为。

三分制的建仓行为一般也保留三分之一的风险资金。相对半仓出动的方法来讲，三分制的建仓行为更积极一些。在三分制已投入的三分之二资金建仓完毕并获得一定利润的情况下，所保留的剩余的三分之一资金可以有比较积极的投资态度。此种建仓模式较灵活，适用于大部分市场阶段，但是对于投资者把控市场的能力要求较高。尽管分三次建仓，但是三次建仓时机把握至关重要，在下跌时要抵抗恐惧，在上涨时也要控制贪欲。

2. 矩形仓位管理法

初始进场的资金量占总资金的固定比例，如果行情按相反方向发展，以后逐步加仓，降低成本，加仓都遵循这个固定比例，形态像一个矩形，因此称为矩形仓位管理法。

此方法的优点：每次只增加一定比例的仓位，持仓成本逐步抬高，对风险进行平均分摊，平均化管理。在持仓可以控制、后市方向和判断一致的情况下，会获得丰厚的收益。

此方法的缺点：初始阶段，平均成本抬高较快，容易很快陷入被动局面，价格不能越过盈亏平衡点，处于被套局面。而且越是反向变动，持仓量就越大，当达到一定程度时，

必然全仓持有，而价格只要向反方向变动少许，就会导致爆仓。

3. 金字塔形仓位管理法

初始进场的资金量比较大，如果后市行情按相反方向运行，则不再加仓；如果方向一致，逐步加仓，加仓比例越来越小。仓位控制呈下方大，上方小的形态，像一个金字塔，所以称为金字塔形仓位管理法。

此方法的优点：按照报酬率进行仓位控制，胜率越高，动用的仓位就越高；可利用趋势的持续性来增加仓位；在趋势中，会获得很高的收益，风险率较低。

此方法的缺点：在震荡市中，较难获得收益。初始仓位较重，对于第一次入场的要求比较高。

第三节　对　　冲

一、对冲的定义与发展

商务印书馆《英汉证券投资词典》对对冲交易的解释：对冲交易，也称套利交易，为了避免金融产品投资损失所采用的交易措施。对冲交易最基本的方式是买进现货卖出期货或卖出现货买进期货，广泛用于股票、外汇、期货等领域。对冲交易的初衷是降低市场波动给投资品种带来的风险，锁定已有投资成果。对冲交易是一种理念。作为一种交易方式，它遵循“市场中性”原则。它把一个具体的头寸视为金融向量，向量的方向为敞口。对冲交易就是通过不同方向的金融工具来做敞口的管理，通常是通过配对头寸来拟合敞口（套利）以实现风险敞口管理下的绝对收益；以寻找市场或商品间效率落差而形成的套利空间为主，通过两个或两个以上的交易，利用对冲机制规避风险，使市场风险最小化。

对冲基金起源于20世纪50年代初的美国。当时的操作宗旨在于利用期货、期权等金融衍生产品及对相关联的不同股票进行实买空卖、风险对冲的操作技巧，在一定程度上可规避和化解投资风险。1949年，世界上诞生了第一个有限合作制的琼斯对冲基金。对冲的概念最早由Alfred W. Jones于1949年创立第一只对冲基金时提出。他认为“对冲”就是通过管理并降低组合系统风险以应对金融市场变化，获取相对稳定的收益。虽然对冲基金在20世纪50年代已经出现，但是，它在接下来的三十年间并未引起人们太多的关注，直到20世纪80年代，随着金融自由化的发展，对冲基金才有了更广阔的投资机会，从此进入了快速发展的阶段。20世纪90年代，世界通货膨胀的威胁逐渐减少，同时金融工具日趋成熟和多样化，对冲基金进入了蓬勃发展的阶段。据英国《经济学人》的统计，从1990年到2000年，3000多个新的对冲基金在美国和英国出现。2002年后，对冲基金的收益率有所下降，但对冲基金的规模依然不小。

二、对冲是一种良好的投资习惯

对冲被认为是风险管理学的一个重大进步。特别在风险的客观性前提之下，即风险从概率上来说是无法规避的，对冲则提供了一种主动防御、剔除风险的思维方式和相应的做法。

以一只股票来说，股票回报＝自身经营回报＋整个股市回报。相应的，承担的风险＝

自身经营风险＋整个股市风险。

如果对某家公司有强烈的看法（好坏皆可），并且我们并非股市专家，在股市整体走势预测上没有优势，那么就可以选择买入股票（假设看好）＋做空股指（预期大盘不如预期）以获得纯粹的公司自身经营回报。这时，回报＝股票回报－整个股市回报（股指）＝自身经营回报。风险也变成了只有自身经营风险。

资本资产定价理论告诉我们，投资组合的期望收益由 α 收益和 β 收益两部分组成。α 收益为投资组合超越市场基准的收益，β 收益为投资组合承担市场系统风险而获得的收益。虽然优秀的基金经理可以通过选股、择时获得 α 收益，但无法避免市场下跌带来的系统风险。而通过对冲手段可以剥离或降低投资组合的系统风险（β 收益），获取纯粹的 α 收益，使得投资组合无论在市场上涨或下跌时均能获得正收益。因此对冲基金往往追求绝对收益而非相对收益。换言之，对冲是在损失部分收益的前提下去抵消一些你不想承担的风险。对冲本质是主动控制不去承担不必要或者不想要的风险。

事实上，每一笔投资及事务决策都是风险与收益的全方位综合。风险不能单独依靠“躲”和“猜”，实施对冲首先体现了对可能存在风险的预判与自我警示，其次付出一定的资金头寸来为可能的风险“付费”也体现了对风险的具体量化思考。因此对冲思维是一种非常优秀的投资思维。跳开资本市场来看，生活中处处都体现着对冲思维。做外贸出口的公司，为了规避外汇波动造成损失，会买入相应的汇率期货进行对冲。生产矿产的公司，常常会在期货市场根据价格反向配置期货合约，进行“套保”。航空公司的运营成本中，航油价格是决定性影响因素，但是航空公司无法决定原油价格的高低，所以它们既希望油价永远保持低位，又会买入一定的看涨原油期货的头寸以对冲油价可能的上涨。再比如，观察生活中一些做事比较稳妥的人经常说到的“B 计划”“后备计划”，其实也是一种对冲思维的应用，主观上当然希望“A 计划”“主要计划”能好好运行，但是常常有意料之外的天不遂人愿的情况，需要“B 计划”“后备计划”对冲损失。

三、对冲策略的简单模型

对冲策略模型就是通过构建多空头寸进行风险规避。

（一）套利策略

最常见的获得准绝对收益的对冲策略是套利策略，通过寻找市场错误定价的机会，建立相反方向的头寸来获取收益。套利策略包括转债套利、股指期货期现套利、跨期套利、ETF 套利等，是最传统的对冲策略。套利策略的本质是金融产品定价“一价原理”的运用，即当同一产品的不同表现形式之间的定价出现差异时，买入相对低估的品种、卖出相对高估的品种来获取中间的价差收益。因此，套利策略所承受的风险是最小的，更有部分策略被称为无风险套利。

（二）Alpha 策略

目前市场最常见的对冲策略是 Alpha 策略，先构建相对价值策略来超越指数，然后通过指数期货或期权等风险管理工具来对冲系统性风险，即为整体收益剔除大盘波动风险。

（三）中性策略

中性策略也是比较典型的对冲策略，通过构造股票多空组合减少对某些风险的暴露，比如市场内大盘蓝筹股和中小盘股往往有跷跷板效应，当看好的股票多数属于中小盘股时可以购买一定大盘蓝筹股来对冲风险。

（四）事件驱动策略

事件驱动策略，通过寻找可能进行重组、收购、兼并、破产清算或者其他事件的公司，买入股价受事件正影响的公司的股票，卖出股价受事件负影响的公司的股票。值得一提的是，对冲模型里面常常出现杠杆，这是因为使用杠杆后可以用极小的本金覆盖可能的风险敞口，假若风险并未如预期发生也只需要损失极少的本金。

本章小结

证券投资风险是指投资者在证券投资过程中遭受损失或达不到预期收益率的可能性。

正确识别风险，有意识地区分、评估不同的潜在风险可提升投资能力。

低风险投资指的是一种以高安全边际、低风险偏好为出发点的投资行为，依照这个理念出发有众多的投资工具和投资方法。

低风险投资的秘密武器在于复利，形成复利思维是获得投资长期成功的重要法宝。

对冲是一种主动防御、剔除风险的投资思维方式，常见的策略包括套利策略、Alpha策略、中性策略和事件驱动策略。

问题与应用

1. 试着以自己的理解定义风险。

2. 查阅相关资料并以风险识别相关知识分析SARS疫情暴发为什么会冲击香港和内地股市？

3. 描述2015年A股市场的动荡现象及产生动荡的原因。

4. 寻找自己的风险偏好，为自己设置投资预期收益目标。假如要达到这个目标如何应用低风险投资工具设置投资计划？

5. 简述对冲策略基本模型的特点。

6. 老王手里有100万元，第一年投资股市赚取了30%的收益，第二年在股市亏损了25%，第三年赚了40%，第四年亏损了35%，请问老王在第四年年底还有多少钱？（答案：88.7万元）

7. 老王手里有100万元，他给自己定了个小目标，每个月只要赚1.5%，五年后即60个月之后拥有多少钱？十年后呢？（答案：244万元，597万元）

参 考 文 献

巴菲特著，坎宁安编，2004. 巴菲特致股东的信 [M]. 陈鑫，译 . 北京：机械工业出版社 .
法博齐，1999. 投资管理学 [M]. 2 版 . 周刚，王代斌，张宗梁，等译 . 北京：经济科学出版社 .
格雷厄姆，2010：聪明的投资者（第 4 版）[M]. 王中华，黄一义，译 . 北京：人民邮电出版社 .
柯明汉姆，2004. 什么是价值投资 [M]. 田路，译 . 北京：华夏出版社 .
拉斐尔，2014. 股票大作手回忆录 [M]. 秦凤鸣，译 . 北京：人民邮电出版社 .
列维，2000. 投资学 [M]. 任淮秀，等译 . 北京：北京大学出版社 .
唐朝，2015. 手把手教你读财报 [M]. 北京：中国经济出版社 .
吴晓求，2014. 证券投资学 [M]. 4 版 . 北京：中国人民大学出版社 .
夏普，亚历山大，贝利，2013. 投资学（第 5 版）[M]. 赵锡军，龙永红，译 . 北京：中国人民大学出版社 .
徐大为，2014. 低风险投资之路 [M]. 北京：中国经济出版社 .
周正庆，2006. 证券知识读本（修订本）[M]. 北京：中国金融出版社 .